

*Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF*

## PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS INITIÉE PAR



**PORTANT SUR 38.888.889 DE SES PROPRES ACTIONS  
EN VUE DE LA RÉDUCTION DE SON CAPITAL**

présentée par



**BNP PARIBAS**

**ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR ET GARANT**

**PRIX DE L'OFFRE :**

9 euros par action OVH Groupe

**DURÉE DE L'OFFRE :**

20 jours calendaires minimum



Le présent projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 24 octobre 2024, conformément aux articles 231-13, 231-16 et 231-18 de son règlement général.

**L'Offre et le Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.**

**AVIS IMPORTANT**

L'offre publique de rachat sera ouverte, conformément aux dispositions des articles 231-32 du règlement général de l'AMF et R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce, postérieurement à (i) la diffusion par OVH Groupe d'un communiqué indiquant que la résolution relative à la réduction du capital par voie de rachat d'actions a été valablement adoptée par l'assemblée générale mixte de OVH Groupe du 4 décembre 2024 et (ii) la publication par OVH Groupe des avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au bulletin des annonces légales obligatoires.

Le Projet de Note d'Information est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de OVH Groupe ([www.ovhcloud.com](http://www.ovhcloud.com)), et peut être obtenu sans frais auprès de OVH Groupe (2, rue Kellermann – 59100 Roubaix) et de BNP Paribas (4, rue d'Antin – 75002 Paris).

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de OVH Groupe sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre selon les mêmes modalités.

## Table des matières

<b>1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE</b> .....	<b>5</b>
<b>1.1. Introduction</b> .....	<b>5</b>
<b>1.2. Motifs de l'Offre et intentions de la Société</b> .....	<b>6</b>
1.2.1. Motifs de l'Offre.....	6
1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de OVH Groupe avant l'Offre .....	7
<b>1.3. Intentions de la Société pour les douze mois à venir</b> .....	<b>8</b>
1.3.1. Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière .....	8
1.3.2. Intentions de la Société en matière d'emploi .....	8
1.3.3. Composition des organes sociaux et direction de la Société .....	8
1.3.4. Actions auto-détenues .....	9
1.3.5. Statuts de la Société.....	9
1.3.6. Intention concernant un retrait obligatoire et la radiation des actions de la Société.....	9
1.3.7. Distribution de dividendes.....	9
1.3.8. Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion.....	9
<b>2. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE</b> .....	<b>10</b>
<b>2.1. Conditions de l'Offre</b> .....	<b>10</b>
<b>2.2. Termes de l'Offre</b> .....	<b>10</b>
<b>2.3. Titres visés par l'Offre</b> .....	<b>10</b>
<b>2.4. Situation des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement et des actions détenues dans le cadre des plans d'actionnariat salarié</b> .....	<b>10</b>
2.4.1. Situation des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement .....	11
2.4.2. Actions issues de plans d'actionnariat salarié.....	11
<b>2.5. Mécanisme de réduction</b> .....	<b>12</b>
<b>2.6. Modalités de l'Offre</b> .....	<b>12</b>
<b>2.7. Procédure d'apport à l'Offre</b> .....	<b>13</b>
<b>2.8. Règlement du Prix d'Offre - Annulation des actions rachetées</b> .....	<b>13</b>
<b>2.9. Calendrier indicatif de l'Offre</b> .....	<b>13</b>
<b>2.10. Financement de l'Offre</b> .....	<b>14</b>
2.10.1. Frais liés à l'Offre .....	14
2.10.2. Mode de financement de l'Offre.....	15
<b>2.11. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de OVH Groupe</b> 15	
2.11.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote .....	15
2.11.2. Incidences sur les comptes de la Société .....	16
2.11.3. Incidence sur la capitalisation boursière .....	17

<b>2.12.</b>	<b>Eléments susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue – Engagement des principaux actionnaires de la Société.....</b>	<b>17</b>
<b>2.13.</b>	<b>Restrictions concernant l'Offre à l'étranger .....</b>	<b>18</b>
<b>2.14.</b>	<b>Régime fiscal de l'Offre .....</b>	<b>19</b>
2.14.1.	Considérations générales.....	19
2.14.2.	Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations à titre habituel et ne détenant pas d'actions de la Société dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe ou au titre d'un dispositif d'actionnariat salarié .....	20
2.14.3.	Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France, soumis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun .....	23
2.14.4.	Actionnaires non-résidents fiscaux de France .....	24
2.14.5.	Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent.....	25
2.14.6.	Taxe sur les transactions financières et droits d'enregistrement.....	26
<b>3.</b>	<b>ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE .....</b>	<b>26</b>
<b>3.1.</b>	<b>Méthodologie d'évaluation.....</b>	<b>27</b>
3.1.1.	Méthodes d'évaluation retenues.....	27
3.1.2.	Méthodes d'évaluation écartées.....	27
<b>3.2.</b>	<b>Éléments financiers utilisés pour les travaux d'évaluation .....</b>	<b>28</b>
3.2.1.	Données et projections financières servant de base à l'évaluation.....	28
3.2.2.	Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres.....	28
3.2.3.	Nombre d'actions.....	29
<b>3.3.</b>	<b>Application des références et méthodes d'évaluations retenues .....</b>	<b>29</b>
3.3.1.	Analyse du cours de bourse de l'action OVHcloud.....	29
3.3.2.	Référence aux objectifs de cours des analystes financiers .....	31
3.3.3.	Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (« DCF ») .....	31
<b>3.4.</b>	<b>Méthodes citées à titre indicatif .....</b>	<b>33</b>
3.4.1.	Valorisation par application des multiples boursiers de sociétés comparables .....	33
3.4.2.	Valorisation par application des multiples de transactions comparables .....	34
<b>3.5.</b>	<b>Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre.....</b>	<b>34</b>
<b>4.</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT SUR LES CONDITIONS FINANCIÈRES DE L'OFFRE.....</b>	<b>35</b>
<b>5.</b>	<b>AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ .....</b>	<b>35</b>
<b>6.</b>	<b>INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION .....</b>	<b>42</b>
<b>7.</b>	<b>INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ .....</b>	<b>43</b>
<b>8.</b>	<b>PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION.....</b>	<b>44</b>

## 1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

### 1.1. Introduction

Le conseil d'administration de la société OVH Groupe, société anonyme au capital de 190.540.425 euros, dont le siège social est situé 2 rue Kellermann – 59100 Roubaix et dont le numéro d'immatriculation est 537 407 926 RCS Lille Métropole (« **OVH Groupe** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sur le compartiment A, sous le code ISIN FR0014005HJ9 a, lors de sa séance du 23 octobre 2024, décidé de soumettre à l'assemblée générale mixte des actionnaires de OVH Groupe (l'« **Assemblée Générale Mixte** ») qui sera convoquée pour le 4 décembre 2024, une résolution relative à une réduction de capital de la Société d'un montant maximal total de 350.000.001 euros et d'un montant nominal maximal de 38.888.889 euros, par rachat d'un maximum de 38.888.889 actions de la Société, par voie d'offre publique de rachat (l'« **Offre** »), en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce.

L'Offre est régie par les dispositions du titre III du livre II et plus particulièrement par les dispositions des articles 233-1, 5° et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre est conditionnée à l'approbation par l'Assemblée Générale Mixte de la résolution relative à la réduction de capital susvisée.

L'Offre, au prix de 9 euros par action OVH Groupe (le « **Prix d'Offre** »), porte sur un maximum de 38.888.889 actions, représentant, à la date du Projet de Note d'Information, 20,41 % du capital et 20,41 % des droits de vote théoriques de la Société<sup>1</sup>.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas (l'« **Établissement Présentateur** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, I (y compris 261-1, I, 3°) du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration d'OVH Groupe a désigné le 17 septembre 2024, sur recommandation du comité *ad hoc* conformément à l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF, le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, remis le 23 octobre 2024 au Conseil d'administration et figurant en **Annexe** du Projet de Note d'Information. Le comité *ad hoc* avait été institué au sein du Conseil d'administration le 10 septembre 2024 et est composé de Monsieur Bernard Gault (par ailleurs Administrateur référent de la Société) en qualité de Président et de Mesdames Corinne Fornara, Diana Einterz, Isabelle Tribotté et Sophie Stabile, tous administrateurs indépendants.

De plus, l'Expert Indépendant a été missionné pour rédiger une analyse de solvabilité (*solvency opinion*) de la Société après l'Offre (et en prenant en compte le refinancement de l'endettement de la Société), remise au Conseil d'administration le 23 octobre 2024, dans laquelle l'Expert Indépendant a conclu que la structure financière de la Société après l'Offre serait raisonnable sur la période du plan d'affaires.

---

<sup>1</sup> Au regard d'un capital composé de 190.540.425 actions représentant 190.540.425 droits de vote théoriques de la Société à la date du Projet de Note d'Information, conformément aux dispositions de l'article 233-11 du règlement général de l'AMF.

## **1.2. Motifs de l'Offre et intentions de la Société**

### **1.2.1. Motifs de l'Offre**

L'Offre intervient dans un contexte où après une période d'investissements majeurs, la Société débute une nouvelle phase de développement, avec la nomination de Benjamin Revcolevschi comme nouveau Directeur Général. Lors de cette nouvelle phase, la Société (ci-après désignée, avec ses filiales, le « **Groupe** » ou « **OVHcloud** ») mettra l'accent sur une croissance plus modérée d'environ 10% annuel, une marge d'EBITDA ajusté structurellement supérieure à 40% et un *Levered Free Cash Flow* positif dès l'année fiscale 2026.

Dans ce contexte, OVHcloud propose une option de liquidité à ses actionnaires avec ce projet d'Offre. Tous les actionnaires peuvent décider de continuer à accompagner OVHcloud dans cette nouvelle phase de développement, ou réaliser une partie de leur investissement. Par ailleurs, la Famille Klabla confirme sa confiance à long-terme dans le Groupe et sa participation augmentera de 68% avant l'Offre, à un maximum de 81% après l'Offre, comme indiqué aux sections 2.11.1 et 6.

TowerBrook Capital Partners et KKR & Co., agissant respectivement par l'intermédiaire des sociétés Spiral Holdings B.V. et Spiral Holdings S.C.A., détenant chacune environ 6,3% du capital de la Société à la date du Projet de Note d'Information, ont annoncé leur intention de participer à l'Offre.

Pour les actionnaires, le Prix d'Offre fait apparaître des primes de :

- +32% sur le cours moyen pondéré par les volumes à 1 mois précédant le 24 octobre 2024, date d'annonce et de dépôt de l'Offre ;
- +41% sur le cours moyen pondéré par les volumes à 3 mois précédant le 24 octobre 2024, date d'annonce et de dépôt de l'Offre ;
- +52% sur le cours moyen pondéré par les volumes à 6 mois précédant le 24 octobre 2024, date d'annonce et de dépôt de l'Offre ; et
- +34% sur le cours moyen pondéré par les volumes à 1 an précédant le 24 octobre 2024, date d'annonce et de dépôt de l'Offre.

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre, établis par l'Établissement Présentateur, sont présentés à la section 3 du Projet de Note d'Information.

Le Groupe a également sécurisé le financement de cette trajectoire, en amont de ses importantes échéances de financement d'octobre 2026. En effet, OVHcloud a conclu en date du 23 octobre 2024 une convention de crédits avec BNP Paribas en qualité d'arrangeur et de prêteur initial aux termes de laquelle le prêteur met à disposition les fonds nécessaires permettant de couvrir le montant de l'Offre, le refinancement de certaines dettes arrivant à échéance dans les deux prochaines années ainsi que ses besoins généraux futurs. OVHcloud envisage de refinancer à relativement brève échéance, en fonction des conditions de marché, une partie des fonds mis à disposition par le biais d'une émission obligataire, afin que le Groupe dispose de sources de financement diversifiées ainsi que de l'accès et de la flexibilité du marché obligataire. Le financement de l'Offre est décrit plus en détail à la section 2.10.2 du Projet de Note d'Information.

## 1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de OVH Groupe avant l'Offre<sup>2</sup>

### *Capital social de OVH Groupe*

À la date du Projet de Note d'Information, le capital social de la Société s'élève à 190.540.425 euros, divisé en 190.540.425 actions ordinaires entièrement libérées, toutes de même catégorie et d'une valeur nominale de 1 euro chacune.

### *Composition de l'actionnariat de OVH Groupe*

À la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote de la Société à la date du Projet de Note d'Information sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Famille Klabas <sup>3</sup>	18 271 664	9.59%	18 271 664	9.64%
Digital Scale SAS <sup>4</sup>	41 181 267	21.61%	41 181 267	21.72%
Yellow Source SAS <sup>4</sup>	8 026 666	4.21%	8 026 666	4.23%
Deep Code SAS <sup>5</sup>	25 361 466	13.31%	25 361 466	13.38%
Bleu Source SAS <sup>5</sup>	24 026 666	12.61%	24 026 666	12.67%
Innolys SAS <sup>6</sup>	13 146 668	6.90%	13 146 668	6.93%
Invest Bleu SAS <sup>7</sup>	432 433	0.23%	432 433	0.23%
<b>Total Concert Klabas<sup>8</sup></b>	<b>130 446 830</b>	<b>68.46%</b>	<b>130 446 830</b>	<b>68.80%</b>
Spiral Holdings B.V. <sup>9</sup>	12 023 570	6.31%	12 023 570	6.31%
Spiral Holdings S.C.A. <sup>10</sup>	12 023 570	6.31%	12 023 570	6.31%
Dirigeants et administrateurs <sup>11</sup>	850 106	0.45%	850 106	0.45%

<sup>2</sup> Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé au regard de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote telles que les actions auto-détenues en vertu de l'article L. 225-210 du code de commerce. Il est rappelé que l'article 11 des statuts de la Société exclut expressément le droit de vote double prévu à l'article L. 22-10-46 du Code de commerce.

<sup>3</sup> Composée de M. Octave Klabas, M. Mirosław Klabas, M. Henryk Klabas et Mme Halina Wachel épouse Klabas (la « **Famille Klabas** »).

<sup>4</sup> Entité contrôlée M. Octave Klabas et les membres de sa famille.

<sup>5</sup> Entité contrôlée M. Mirosław Klabas et les membres de sa famille.

<sup>6</sup> Entité détenue par MM. Octave Klabas et Mirosław Klabas.

<sup>7</sup> Entité détenue Mme Halina Klabas et M. Henryk Klabas.

<sup>8</sup> Composé de la Famille Klabas et de Digital Scale SAS, Yellow Source SAS, Deep Code SAS, Bleu Source SAS, Innolys SAS et Invest Bleu SAS (le « **Concert Klabas** »).

<sup>9</sup> Entité détenue indirectement par des fonds d'investissement gérés ou conseillés par TowerBrook Capital Partners.

<sup>10</sup> Entité détenue indirectement par des fonds d'investissement ou autres entités gérés ou conseillés par KKR & Co.

<sup>11</sup> Hors administrateurs membres du Concert Klabas.

Salariés <sup>12</sup>	3 829 960	2.01%	3 829 960	2.01%
Autodétention	1 185 346	0.62%	1 185 346	0.62%
Flottant	30 181 043	15.84%	30 181 043	15.84%
<b>Total</b>	<b>190 540 425</b>	<b>100.00%</b>	<b>190 540 425</b>	<b>100.00%</b>

### **1.3. Intentions de la Société pour les douze mois à venir**

#### **1.3.1. Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière**

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société selon son plan d'affaires actualisé qui a fait l'objet d'une revue par le Conseil d'administration le 17 septembre 2024.

L'Offre et son financement s'inscrivent par ailleurs dans le cadre d'une opération de refinancement global de l'endettement existant de la Société, permettant ainsi d'anticiper un chantier rendu nécessaire, à horizon 2025, par l'arrivée à maturité en octobre 2026 de la majeure partie de la dette financière du groupe (facilité à terme et facilité de crédit renouvelable). Le financement de l'Offre est décrit plus en détail à la section 2.10.2 du Projet de Note d'Information.

A cet égard, il est rappelé que l'Expert Indépendant a, dans le cadre de son analyse de solvabilité (*solvency opinion*), analysé lesdites conditions de financement ainsi que leurs conséquences sur la structure financière de la Société et sa capacité à rembourser les emprunts contractés, tout en poursuivant sa stratégie. L'Expert Indépendant a notamment conclu que la structure financière de la Société après l'Offre serait raisonnable sur la période du plan d'affaires.

#### **1.3.2. Intentions de la Société en matière d'emploi**

L'Offre ne présentera d'incidence particulière ni sur les effectifs de la Société ni sur sa politique salariale et de gestion des ressources humaines.

#### **1.3.3. Composition des organes sociaux et direction de la Société**

Le Conseil d'administration de la Société est actuellement composé de onze membres et d'un censeur, comme suit :

- Monsieur Octave Klabá (Président du Conseil d'administration) ;
- Monsieur Benjamin Revcolevschi (Directeur Général)
- Monsieur Mirosław Klabá ;
- Monsieur Henryk Klabá ;
- Monsieur Bernard Gault\* (Administrateur référent) ;
- Madame Isabelle Tribotté\* ;
- Madame Diana Einterz\* ;
- Madame Corinne Fornara\* ;
- Madame Sophie Stabile\* ;
- Monsieur Hugues Bodin (Administrateur représentant les salariés) ;
- Madame Pauline Wauquier (Administratrice représentant les salariés)

---

<sup>12</sup> Comprenant 1.235.075 actions détenues par les salariés via le FCPE OVHcloud Shares.

*\* Administrateurs indépendants*

- Monsieur Karim Saddi (Censeur)

Lors d'une réunion du 23 octobre 2024, le Conseil d'Administration a pris acte de la démission avec effet immédiat de M. Michel Paulin de ses mandats d'administrateur et de Directeur Général de la Société. Sur proposition du Comité des Nominations, des Rémunérations et de la Gouvernance, le Conseil d'Administration a décidé de nommer avec effet immédiat M. Benjamin Revcolevschi en qualité de Directeur Général de la Société et de procéder à sa cooptation en tant qu'administrateur, à titre provisoire et sous réserve de ratification par la prochaine assemblée générale, pour la durée restant à courir du mandat d'administrateur de M. Michel Paulin (soit jusqu'à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires de 2026 statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 août 2025).

#### **1.3.4. Actions auto-détenues**

La Société détient, à la date du Projet de Note d'Information, 1.185.346 de ses propres actions, représentant environ 0,62 % du capital social.

#### **1.3.5. Statuts de la Société**

La Société n'envisage pas de proposer à ses actionnaires d'apporter de modifications à ses statuts à la suite de l'Offre, à l'exception de celles requises afin de refléter l'annulation des actions qui auront été apportées à l'Offre.

#### **1.3.6. Intention concernant un retrait obligatoire et la radiation des actions de la Société**

S'agissant d'une offre de rachat par la Société de ses propres actions, l'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire ni la radiation des actions OVH Groupe de la cotation sur Euronext Paris.

La Société et le Concert Klabá en sa qualité d'actionnaire majoritaire n'ont pas l'intention de demander la radiation des actions d'Euronext Paris ou de procéder à un retrait obligatoire des actions OVH Groupe à l'issue de l'Offre, étant précisé qu'en toute hypothèse les conditions pour procéder à un tel retrait obligatoire ne seraient pas réunies par le Concert Klabá à l'issue de l'Offre.

#### **1.3.7. Distribution de dividendes**

La Société ne prévoit pas de distribuer de dividendes dans les douze prochains mois.

Toutefois, à terme, l'évolution de la stratégie de la Société vers une croissance plus modérée, avec une amélioration des marges et une baisse de l'intensité capitalistique, lui permet d'envisager une évolution de sa politique de distribution de dividendes. Toute future politique de distribution de dividendes de la Société sera déterminée en fonction de sa capacité distributive dans le respect des dispositions applicables.

La Société n'a procédé à aucun versement de dividendes au titre des exercices clos les 31 août 2021, 2022 et 2023. Il est rappelé à cet égard que l'assemblée générale ordinaire du 15 février 2024 a décidé d'affecter l'intégralité du bénéfice distribuable au poste de « Report à nouveau ».

#### **1.3.8. Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion**

S'agissant d'une offre publique de rachat par la Société de ses propres actions, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés. En conséquence, elle n'entraîne la réalisation d'aucune synergie ou gain économique avec une société tierce. En outre, aucune fusion n'est envisagée à l'issue de l'Offre.

## **2. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE**

### **2.1. Conditions de l'Offre**

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de la Société, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 24 octobre 2024 sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 38.888.889 actions de la Société.

L'ouverture de l'Offre est sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale Mixte, qui a été convoquée pour le 4 décembre 2024, de la résolution relative à l'autorisation de procéder à une réduction de capital d'un montant maximal total de 350.000.001 euros et d'un montant nominal maximal de 38.888.889 euros par voie de rachat par la Société d'un maximum 38.888.889 de ses propres actions en vue de leur annulation (la « **Résolution de Réduction de Capital** »).

### **2.2. Termes de l'Offre**

À l'issue de l'Assemblée Générale Mixte de la Société qui a été convoquée pour le 4 décembre 2024, sous réserve de l'approbation de la Résolution de Réduction de Capital, la Société propose à ses actionnaires de racheter en numéraire au Prix d'Offre, soit 9 euros par action, par voie d'offre publique de rachat d'actions, un nombre maximum de 38.888.889 actions de la Société en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce.

La Société diffusera, dans les conditions prévues par l'article 231-37 du règlement général de l'AMF, un communiqué indiquant si la Résolution de Réduction de Capital a été approuvée par l'Assemblée Générale Mixte.

### **2.3. Titres visés par l'Offre**

A la date du Projet de Note d'Information, le capital de la Société est composé de 190.540.425 actions et autant de droits de vote théoriques, étant rappelé que l'article 11 des statuts de la Société exclut expressément le droit de vote double prévu à l'article L. 22-10-46 du Code de commerce.

Comme indiqué ci-avant, l'Offre porte sur un nombre maximum de 38.888.889 actions de la Société, soit 20,41 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

### **2.4. Situation des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement et des actions détenues dans le cadre des plans d'actionnariat salarié**

#### **2.4.1. Situation des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement**

Sur autorisation de l'assemblée générale extraordinaire du 14 octobre 2021, renouvelée lors de l'assemblée générale mixte du 16 février 2023, le Conseil d'administration a, en date du 15 décembre 2022 et du 20 décembre 2023, approuvé des plans d'attribution gratuite d'actions aux salariés et mandataires sociaux éligibles au sens du Code de commerce. L'acquisition définitive des actions gratuites est soumise à, d'une part, une condition de présence jusqu'à l'expiration d'une période d'acquisition de 3 ans (sans période de conservation subséquente) et, d'autre part, des conditions de performance.

Sur autorisation de l'assemblée générale mixte du 15 février 2024, un nouveau plan d'attribution gratuite d'actions aux salariés et mandataires sociaux éligibles devrait être soumise au Conseil d'Administration dans les prochains mois. L'acquisition définitive des actions gratuites dans ce cadre sera aussi soumise à des conditions de présence et de performance.

A la date du Projet de Note d'Information, 2.820.004 actions gratuites OVH Groupe sont en période d'acquisition et peuvent faire l'objet d'une attribution définitive à leurs bénéficiaires à l'issue de cette période d'acquisition (sur un total de 3.238.386 actions gratuites attribuées mais dont il est d'ores et déjà confirmé que l'intégralité ne feront pas l'objet d'une acquisition définitive).

Dans la mesure où l'ensemble de ces actions seront encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre, elles ne sont pas incluses dans les actions visées par l'Offre, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire).

En dehors des actions gratuites, il n'existe pas de titres de capital ou d'instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

#### **2.4.2. Actions issues de plans d'actionnariat salarié**

À l'occasion de son introduction en bourse en octobre 2021, la Société a proposé, dans le cadre du plan d'épargne Groupe et du plan d'épargne Groupe international de OVH Groupe, une offre réservée aux salariés. La souscription d'actions était possible par l'intermédiaire du FCPE « OVHcloud Shares » ou, en fonction de la réglementation locale applicable, par souscription d'actions directement par les salariés.

En décembre 2023, un plan d'actionnariat salarié a été proposé à tous les salariés bénéficiaires de la prime d'intéressement, versée au titre des résultats de l'exercice 2022. Cette opération sera renouvelée pour la prime d'intéressement qui sera versée au titre des résultats de l'exercice 2023.

Les actions détenues dans le cadre de ce plan d'actionnariat salarié directement par les salariés sont soumises à une période d'indisponibilité de cinq ans et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre. S'agissant des actions détenues via le FCPE OVHcloud Shares, il appartiendra au conseil de surveillance du FCPE OVHcloud Shares de prendre la décision d'apporter, le cas échéant, à l'Offre les actions détenues par le FCPE OVHcloud Shares. Cette décision éventuelle du FCPE OVHcloud Shares ne constitue pas un cas de déblocage anticipé des sommes investies par les salariés dans le FCPE OVHcloud Shares.

## **2.5. Mécanisme de réduction**

Dans le cas où le nombre d'actions apportées par les actionnaires à l'Offre serait supérieur au nombre d'actions visées par l'Offre, les règles de réduction propres à l'offre publique d'achat simplifiée prévues à l'article 233-5 du règlement général de l'AMF seront applicables et il sera procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire, conformément aux dispositions de l'article R. 225-155 du Code de commerce.

Par conséquent, lors de leurs demandes de rachat, les actionnaires devront faire immobiliser les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leurs intermédiaires financiers jusqu'à la date de publication du résultat de l'Offre, ces dernières étant, le cas échéant, prises en compte pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction seront restituées aux actionnaires.

## **2.6. Modalités de l'Offre**

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de la Société, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 24 octobre 2024 sous la forme d'une offre publique de rachat, dont la mise en œuvre est subordonnée à l'approbation par l'Assemblée Générale Mixte, convoquée pour le 4 décembre 2024, de la Résolution de Réduction de Capital.

Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principales caractéristiques de l'Offre et précisant les modalités de mise à disposition du Projet de Note d'Information sera diffusé par la Société le 24 octobre 2024. Le Projet de Note d'Information sera tenu gratuitement à la disposition du public dans les locaux de la Société, au siège de l'Établissement Présentateur et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société ([www.ovhcloud.com](http://www.ovhcloud.com)).

Cette Offre et le Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera le projet d'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note d'information. La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF sera tenue gratuitement à la disposition du public, au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité, dans les locaux de la Société, au siège de l'Établissement Présentateur et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société ([www.ovhcloud.com](http://www.ovhcloud.com)). Conformément à l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, la Société diffusera un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ce document.

En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, les autres informations relatives à la Société (notamment juridiques, comptables et financières) seront mises à disposition gratuitement et diffusées dans les mêmes conditions.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

## **2.7. Procédure d'apport à l'Offre**

L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt (20) jours calendaires minimum.

L'Offre sera centralisée par Euronext Paris.

Les actions apportées à l'Offre doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété.

La Société se réserve le droit d'écarter toute action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.), que ce soit au porteur ou sous la forme « nominatif administré », et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre irrévocable d'apporter à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Les actionnaires dont les actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société (tenus par son mandataire Uptevia), et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à Uptevia, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre irrévocable d'apporter à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par Uptevia.

Les éventuels frais dus par les actionnaires apportant leurs actions à l'Offre ne seront pas pris en charge par la Société.

## **2.8. Règlement du Prix d'Offre - Annulation des actions rachetées**

La date de paiement du Prix d'Offre interviendra à l'issue de la centralisation et de la publication des résultats de l'Offre selon le calendrier publié par Euronext Paris et après la purge de toute éventuelle opposition de créanciers.

Les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par la Société dans les conditions prévues par l'article R. 225-158 du Code de commerce.

Les actions annulées ne conféreront plus aucun droit social et ne donneront, notamment, plus droit aux dividendes ou acomptes sur dividendes.

## **2.9. Calendrier indicatif de l'Offre**

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et un calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-dessous :

<b>Dates</b>	<b>Principales étapes de l'Offre</b>
24 octobre 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF.</li> <li>– Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information aux sièges de la Société et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (<a href="http://www.ovhcloud.com">www.ovhcloud.com</a>) et de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>).</li> <li>– Diffusion par la Société du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.</li> </ul>
3 décembre 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de la Société.</li> <li>– Mise à disposition du public de la note d'information visée au siège de la Société et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF.</li> <li>– Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée.</li> </ul>
4 décembre 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Réunion de l'Assemblée Générale Mixte délibérant sur le projet de réduction de capital.</li> <li>– Diffusion par la Société d'un communiqué indiquant l'adoption par l'Assemblée Générale Mixte de la Résolution de Réduction de Capital.</li> </ul>
5 décembre 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Début du délai d'opposition des créanciers de la Société à la réduction de capital.</li> </ul>
9 décembre 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Publication des avis de rachat dans un journal d'annonces légales et au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires conformément aux articles R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce.</li> <li>– Publication par l'AMF de l'avis relatif à l'ouverture et au calendrier de l'Offre.</li> <li>– Mise à disposition du public des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société aux sièges de la Société et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF.</li> <li>– Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.</li> </ul>
10 décembre 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Ouverture de l'Offre.</li> </ul>
26 décembre 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Expiration du délai d'opposition des créanciers à la réduction de capital.</li> </ul>
30 décembre 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Clôture de l'Offre.</li> </ul>
3 janvier 2025	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.</li> </ul>
13 janvier 2025	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Règlement-livraison des actions apportées à l'Offre.</li> </ul>
Semaine du 13 janvier 2025	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Réunion du Conseil d'administration de la Société constatant la réduction de capital et modifiant les statuts de la Société.</li> </ul>

## **2.10. Financement de l'Offre**

### **2.10.1. Frais liés à l'Offre**

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés par la Société dans le cadre de l'Offre, en ce compris notamment les honoraires et autres frais de conseils externes (financiers, juridiques, comptables, de publicité et de communication ainsi que des autres consultants), la TTF ainsi que les contributions des autorités de marché, est estimé à environ 11 millions d'euros (hors taxe sur la valeur ajoutée relative à ces honoraires, frais et contributions).

## **2.10.2. Mode de financement de l'Offre**

Le coût d'acquisition de 100 % des titres visés par l'Offre (voir ci-dessus Section 2.3) s'élèverait à un montant maximal estimé d'environ 361 millions d'euros et se décomposerait comme suit :

- 350 millions d'euros consacrés au paiement du prix d'acquisition de 100 % des titres visés par l'Offre ; et
- environ 11 millions d'euros au titre des commissions, honoraires et frais engagés en vue de la réalisation de l'Offre.

Le financement de l'Offre sera réalisé par voie de tirage sur un emprunt bancaire mis à disposition par BNP Paribas agissant en qualité d'arrangeur et prêteur initial aux termes d'une convention de crédit en date du 23 octobre 2024 aux termes de laquelle trois lignes de crédit sont mises à disposition de la Société pour un montant total maximum en principal de 1.120 millions d'euros ayant vocation à financer (i) le paiement du prix d'acquisition de 100% des titres visés par l'Offre (en ce compris les frais y relatifs), (ii) le refinancement de certaines dettes existantes de la Société, à l'exception d'un prêt d'un montant en principal de 200 millions auprès de la Banque Européenne d'Investissement (en ce compris les frais y relatifs) et enfin (iii) les besoins généraux futurs du Groupe.

Ces 1.120 millions d'euros se composent (i) d'un prêt à terme *in fine* d'un montant total en principal de 450 millions d'euros assorti d'une maturité de 5 ans, (ii) d'un prêt à terme *in fine* d'un montant total en principal de 470 millions d'euros assorti d'une maturité de 1 an (sous réserve d'une option d'extension pouvant aller jusqu'à 1 an supplémentaire) et (iii) d'une ligne de crédit multi-usage d'un montant total maximum en principal de 200 millions d'euros assorti d'une maturité de 5 ans (sous réserve d'une option d'extension pouvant aller jusqu'à 2 ans supplémentaires).

Dans le cadre d'un taux d'apport à l'Offre de 100% des actions visées, la structure de financement de l'Offre ferait ressortir un ratio de levier raisonnable au regard de la structure financière de la Société. A cet égard, il est rappelé que l'Expert Indépendant a conclu qu'il estimait que la structure financière de la Société après l'Offre serait raisonnable sur la période du plan d'affaires.

## **2.11. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de OVH Groupe**

### **2.11.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote**

A la date du Projet de Note d'Information, le capital de la Société est divisé 190.540.425 actions représentant 190.540.425 droits de vote théoriques. La répartition du capital et des droits de vote à la date du Projet de Note d'Information figure à la section 1.2.2 du Projet de Note d'Information.

L'actionnariat de la Société évoluerait comme suit, en cas de rachat effectif de l'intégralité des actions visées par l'Offre puis d'annulation desdites actions et sur la base (i) de l'intention du Concert Klabo d'apporter à l'Offre une fraction seulement de ses actions OVH Groupe, comme indiqué à la section 6, et (ii) d'un taux de présentation à l'Offre de 100% par les autres actionnaires de la Société à l'exception des actions détenues par le FCPE OVHcloud shares (en l'absence d'information mise à la disposition de la Société, à la date du Projet de Note d'Information, concernant l'intention du conseil de surveillance du FCPE OVHcloud shares d'apporter ou non ses actions OVH Groupe à l'Offre, comme détaillé à la section 2.4.2).

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Famille Klaba	17 827 221	11,76%	17 827 221	11,76%
Digital Scale SAS <sup>13</sup>	36 736 823	24,22%	36 736 823	24,22%
Yellow Source SAS <sup>13</sup>	8 026 666	5,29%	8 026 666	5,29%
Deep Code SAS <sup>14</sup>	23 139 244	15,26%	23 139 244	15,26%
Bleu Source SAS <sup>14</sup>	24 026 666	15,84%	24 026 666	15,84%
Innolys SAS <sup>15</sup>	13 146 668	8,67%	13 146 668	8,67%
Invest Bleu SAS <sup>16</sup>	432 433	0,29%	432 433	0,29%
<b>Total Concert Klaba</b>	<b>123 335 721</b>	<b>81,33%</b>	<b>123 335 721</b>	<b>81,33%</b>
Spiral Holdings B.V. <sup>17</sup>	5 398 612	3,56%	5 398 612	3,56%
Spiral Holdings S.C.A. <sup>18</sup>	5 398 612	3,56%	5 398 612	3,56%
Dirigeants et administrateurs <sup>19</sup>	381 700	0,25%	381 700	0,25%
Salariés	1 165 110	0,77%	1 165 110	0,77%
Salariés FCPE	1 235 075	0,81%	1 235 075	0,81%
Autodétention	1 185 346	0,78%	1 185 346	0,78%
Flottant	13 551 360	8,94%	13 551 360	8,94%
<b>Total</b>	<b>151 651 536</b>	<b>100,0%</b>	<b>151 651 536</b>	<b>100,0%</b>

Cette hypothèse correspond à la relation maximale des membres du Concert Klaba du fait de l'Offre, conformément à l'intention exprimée du Concert Klaba d'apporter à l'Offre 7.111.109 actions sur le total de 130.446.830 actions OVH Groupe détenues par le Concert Klaba (soit une fraction inférieure à la quote-part de détention du Concert Klaba dans le capital de la Société), comme détaillé à la section 6.

### 2.11.2. Incidences sur les comptes de la Société

Les calculs de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés de la Société, tels que figurant dans le tableau ci-après, ont été effectués à partir des comptes consolidés de la Société pour l'exercice clos le 31 août 2024, après avoir retenu les hypothèses suivantes :

- rachat de 38.888.889 actions (soit l'intégralité des titres visés par l'Offre) au Prix d'Offre et représentant un montant total maximal de 350.000.001 euros ;
- frais liés à l'opération estimés à environ 11 millions d'euros (venant minorer les capitaux propres part du groupe « après rachat et annulation ») ;

<sup>13</sup> Entité contrôlée M. Octave Klaba et les membres de sa famille.

<sup>14</sup> Entité contrôlée M. Miroslaw Klaba et les membres de sa famille.

<sup>15</sup> Entité détenue par MM. Octave Klaba et Miroslaw Klaba.

<sup>16</sup> Entité détenue Mme Halina Klaba et M. Henryk Klaba.

<sup>17</sup> Entité détenue indirectement par des fonds d'investissement gérés ou conseillés par TowerBrook Capital Partners.

<sup>18</sup> Entité détenue indirectement par des fonds d'investissement ou autres entités gérés ou conseillés par KKR & Co.

<sup>19</sup> Hors administrateurs membres du Concert Klaba.

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

- taux d'imposition théorique appliqué aux frais engendrés lors de l'opération estimé à 25,8 % ;
- annulation des actions rachetées ; et
- nombre d'actions composant le capital de la Société égal à 151.651.536 au résultat des opérations de réduction de capital.

	<b>Données consolidées au 31.08.2024</b>	
	<b>Avant rachat et annulation</b>	<b>Après rachat et annulation</b>
Capitaux propres part du groupe (M€)	393	346
Endettement net (M€)	667	1 047
Endettement net y compris dettes locatives (M€)	820	1 200
Résultat net part du groupe (M€)	(10)	(18)
Nombre d'actions (hors auto-détention) <sup>20</sup>	189 355 079	150 466 190
Capitaux propres par action (€)	2,1	2,3
Résultat net consolidé par action (€)	(0,1)	(0,1)

**2.11.3. Incidence sur la capitalisation boursière**

Au regard du cours de clôture de l'action OVH Groupe au 23 octobre 2024 de 7,85€, dernier jour de négociation précédant l'annonce des termes de l'Offre, la capitalisation boursière s'élevait à 1,49 milliard d'euros, le capital de OVH Groupe étant représenté par 189.355.079 actions (hors actions auto-détenues).

À l'issue de l'Offre et de l'annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre, dans l'hypothèse où la totalité des actions susceptibles d'être apportées à l'Offre seraient annulées, le nombre d'actions de OVH Groupe serait de 151.651.536 et la capitalisation boursière de OVH Groupe s'élèverait, au regard du cours de clôture au 23 octobre 2024, à 1,19 milliard d'euros.

**2.12. Eléments susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue – Engagement des principaux actionnaires de la Société**

Comme indiqué à la section 6, le Concert Klabá a fait part de son intention d'apporter à l'Offre 7.111.109 actions sur le total de 130.446.830 actions OVH Groupe détenues par le Concert Klabá, soit une fraction inférieure à la quote-part de détention du Concert Klabá dans le capital de la Société.

---

<sup>20</sup> La Société détient 1.185.346 de ses propres actions à la date du Projet de Note d'Information.

Comme indiqué aux sections 1.2.1 et 2.10.2, la Société a conclu une convention de crédits en date du 23 octobre 2024 avec BNP Paribas agissant en qualité d'arrangeur et de prêteur initial aux termes de laquelle BNP Paribas met à disposition trois lignes de crédit pour un montant total maximum en principal de 1.120 millions d'euros ayant vocation à financer (i) le paiement du prix d'acquisition de 100% des titres visés par l'Offre (en ce compris les frais y relatifs), (ii) le refinancement de certaines dettes existantes de la Société (en ce compris les frais y relatifs) et enfin (iii) les besoins généraux futurs du Groupe.

### **2.13. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger**

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le Projet de Note d'Information n'est pas destiné à être distribué dans des pays autres que la France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement, ni d'aucun visa en dehors de la France.

Les actionnaires de OVH Groupe en dehors de France ne peuvent participer à l'Offre, à moins que la réglementation qui leur est applicable ne le leur permette sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de la Société. En effet, la participation à l'Offre et la distribution du Projet de Note d'Information peuvent faire l'objet de restrictions en dehors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation s'agissant d'ordres émanant de pays au sein desquels l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession du Projet de Note d'Information doivent se conformer aux restrictions en vigueur au sein de leur pays. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation des lois et règlements applicables aux places de marché des pays en question.

La Société rejette toute responsabilité en cas de violation par toute personne de restrictions qui lui sont applicables.

Le Projet de Note d'Information ainsi que tous les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation, ni une offre d'achat de titres dans un pays au sein duquel l'Offre serait illégale.

En outre, il est précisé que l'Offre n'est pas ouverte ou soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire, ailleurs qu'en France et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

En particulier, l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes se trouvant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de OVH Groupe ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec

l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport de titres, et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus.

En ce qui concerne l'interprétation du paragraphe ci-dessus, les États-Unis correspondent aux États-Unis d'Amérique, ses territoires et possessions, tous ses États, ainsi que le district de Columbia.

## **2.14. Régime fiscal de l'Offre**

### **2.14.1. Considérations générales**

Les développements ci-après présentent, à titre d'information générale et en l'état actuel de la législation française et de la réglementation en vigueur, les principales conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre. Ils ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité de la Société ou de l'Etablissement Présentateur.

L'attention des actionnaires de la Société est néanmoins attirée sur le fait que ces développements :

- (i) sont fondés sur les dispositions législatives et réglementaires françaises en vigueur à la date du Projet de Note d'Information et sont à, ce titre, susceptibles d'être affectés par (a) des modifications des règles fiscales françaises ou internationales, qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours (en particulier dans le cadre de la loi de finances pour 2025), ainsi que par (b) toute interprétation qui pourrait en être faite par l'administration fiscale française ou la jurisprudence ;
- (ii) ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, des principaux régimes fiscaux applicables en vertu de la législation française et n'ont, à ce titre, pas vocation à constituer une analyse exhaustive de l'ensemble des situations et des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à eux.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France mais qui sont autorisées à participer à l'Offre doivent, en outre, se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence et, le cas échéant, aux stipulations de la convention fiscale internationale conclue entre la France et cet État. D'une manière générale, les actionnaires n'ayant pas leur résidence fiscale en France devront s'informer de la fiscalité applicable à leur cas particulier, tant en France que dans leur État de résidence, auprès de leur conseil fiscal habituel.

Dans ce contexte, et compte tenu des particularités propres à chacune des situations, les actionnaires de la Société souhaitant participer à l'Offre sont invités à consulter leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier avec lui le régime fiscal applicable à leur situation particulière.

De façon générale, en application de l'article 112-6° du Code général des impôts (« **CGI** ») le régime fiscal des plus-values de cession de valeurs mobilières est applicable en France aux actionnaires personnes physiques et personnes morales de la Société qui participent à l'Offre, qu'ils soient domiciliés en France ou hors de France. En effet, lorsqu'une société procède au rachat de ses propres titres, les sommes attribuées aux actionnaires ne sont pas considérées comme des revenus distribués, mais relèvent du régime des plus-values.

**2.14.2. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations à titre habituel<sup>21</sup> et ne détenant pas d'actions de la Société dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe<sup>22</sup> ou au titre d'un dispositif d'actionnariat salarié<sup>23</sup>**

Les personnes physiques qui (i) réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations ou qui (ii) détiendraient des actions de la Société dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe (y compris par l'intermédiaire d'un FCPE) ou au titre d'un dispositif d'actionnariat salarié (par exemple, options de souscription ou d'achat d'actions, actions attribuées gratuitement) sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité applicable à leur cas particulier.

**2.14.2.1. Régime de droit commun**

**(i) Impôt sur le revenu des personnes physiques**

Conformément aux dispositions des articles 200 A, 158, 6 *bis* et 150-0 A du CGI, les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés, dans le cadre de l'Offre, par des personnes physiques résidentes fiscales de France sont, en principe, soumis de plein droit au prélèvement forfaitaire unique (« **PFU** ») au taux forfaitaire d'impôt sur le revenu de 12,8%, sans abattement (soit un taux global de 30% en prenant en compte les prélèvements sociaux, cf. *infra*). Dans ce cadre, en application des dispositions du 1 de l'article 150-0 D du CGI, les gains nets s'entendent de la différence entre le prix de l'Offre, net des frais et taxes acquittés par le cédant, et le prix de revient fiscal des actions de la Société apportées à l'Offre.

Toutefois, conformément au 2 de l'article 200 A du CGI, les gains nets de cession de valeurs mobilières et droits assimilés peuvent, par dérogation à l'application du prélèvement forfaitaire unique et sur option expresse et irrévocable du contribuable, être pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cette option est globale et s'applique sur une base annuelle à l'ensemble des revenus, gains nets, profits et créances entrant dans le champ du prélèvement forfaitaire unique susvisé de 12,8% et réalisés au titre d'une même année. Elle est exercée chaque année lors du dépôt de la déclaration de revenus et au plus tard avant la date limite de déclaration.

Si une telle option est exercée, les gains nets de cession d'actions de la Société, acquises ou souscrites avant le 1<sup>er</sup> janvier 2018, seront pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu, après application le cas échéant d'un abattement proportionnel pour durée de détention, tel que prévu au 1<sup>er</sup> de l'article 150-0 D du CGI, égal, sauf cas particuliers, à :

- 50 % de leur montant lorsqu'à la date de leur cession les actions de la Société sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans ; ou

---

<sup>21</sup> C'est-à-dire dans des conditions qui ne sont pas analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par un professionnel.

<sup>22</sup> Y compris par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement d'entreprise (« **FCPE** »).

<sup>23</sup> Actions gratuites.

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

- 65% de leur montant lorsqu'à la date de leur cession les actions de la Société sont détenues depuis au moins huit ans.

Pour l'application de cet abattement et sauf cas particuliers, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions de la Société et prend fin à la date du transfert de leur propriété juridique. En tout état de cause, cet abattement pour durée de détention n'est pas applicable aux actions de la Société acquises ou souscrites à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018.

Les titulaires d'actions de la Société qui entendraient opter pour l'imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu de l'ensemble des gains nets et revenus entrant dans le champ du prélèvement forfaitaire unique sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer les conséquences d'une telle option.

Conformément aux dispositions du 11 de l'article 150-0 D du CGI, les moins-values de cession de valeurs mobilières et de droits sociaux peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession puis, en cas de solde négatif, sur celles des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible). Si l'option susvisée est appliquée, l'abattement pour durée de détention s'applique, le cas échéant, au gain net ainsi obtenu, après prise en compte des moins-values disponibles.

Les contribuables disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier les conditions d'imputation de ces moins-values.

Le cas échéant, l'apport des actions de la Société à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces actions dans le cadre d'opérations antérieures et/ou de remettre en cause le bénéfice de réductions d'impôt spécifiques. Les personnes concernées sont également invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour déterminer les conséquences applicables à leur situation particulière.

***(ii) Prélèvements sociaux***

Les gains nets de cession de valeurs mobilières et de droits assimilés réalisés dans le cadre de l'Offre par les personnes physiques susvisées sont également soumis, sans abattement pour durée de détention lorsque celui-ci est applicable en matière d'impôt sur le revenu dans les conditions mentionnées ci-avant, aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2% qui se décompose comme suit :

- 9,2% au titre de la contribution sociale généralisée (la « **CSG** ») ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (la « **CRDS** ») ;
- 7,5% au titre du prélèvement de solidarité.

Si les gains nets de cession de valeurs mobilières et de droits assimilés sont soumis au titre de l'impôt sur le revenu au prélèvement forfaitaire au taux de 12,8%, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable. En cas d'option des contribuables pour l'assujettissement de ces gains au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG est partiellement déductible, en principe

à hauteur de 6,8%, du revenu global imposable de l'année de son paiement. Les autres prélèvements sociaux énumérés ci-avant ne sont pas déductibles du revenu imposable.

**(iii) Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus**

L'article 223 *sexies* du CGI institue, à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus, applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250.000 euros et inférieure ou égale à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction supérieure à 500.000 euros et inférieure ou égale à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Pour l'application de ces règles, le revenu fiscal de référence du foyer fiscal est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI, et, le cas échéant, en appliquant les règles spécifiques de « quotient » prévues au II de l'article 223 *sexies* du CGI.

Le revenu fiscal de référence visé comprend notamment les gains nets de cession des actions réalisés par les contribuables concernés (avant application de l'abattement pour durée de détention, lorsque celui-ci est applicable, en cas d'option pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu dans les conditions mentionnées au paragraphe (i) *supra*).

**2.14.2.2. Régime spécifique applicable aux actions de la Société détenues au sein d'un plan d'épargne en actions ou un plan d'épargne en actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire**

Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un plan d'épargne en actions ou d'un plan d'épargne en actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire (le plan d'épargne en actions et le plan d'épargne en actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire étant indistinctement désignés, pour les besoins du Projet de Note d'Information, comme le « **PEA** ») pourront participer à l'Offre.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values de cession générées par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces produits et plus-values soient réinvestis dans le PEA ;

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

- au moment de la clôture du PEA ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (si la clôture ou le retrait partiel interviennent plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du PEA.

Ce gain net n'est pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite à la section 2.14.2.1(iii) mais demeure soumis aux prélèvements sociaux au taux en vigueur à la date du fait générateur de la plus-value pour les PEA ouverts depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018. Le taux global des prélèvements sociaux à la date du Projet de Note d'Information est de 17,2%. Pour les PEA ouverts avant le 1<sup>er</sup> janvier 2018, le taux des prélèvements sociaux applicables est susceptible de varier. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre du Projet de Note d'Information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du PEA avant l'expiration de la cinquième année suivant l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Les actionnaires de la Société détenant leurs actions de la Société dans le cadre d'un PEA et souhaitant participer à l'Offre sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer les conséquences fiscales de la cession de leurs actions figurant sur le PEA dans le cadre de l'Offre.

**2.14.3. Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France, soumis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun**

**2.14.3.1. Régime de droit commun**

Sauf régime spécifique, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre seront en principe comprises dans le résultat imposable à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun qui s'élève, depuis les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2022, à 25%. Si leur chiffre d'affaires excède 7.630.000 euros hors taxes annuel (ramené à douze mois le cas échéant), elles seront également soumises, le cas échéant, à la contribution sociale sur l'impôt sur les sociétés au taux de 3,3%, assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois, en application des dispositions de l'article 235 *ter* ZC du CGI.

Cependant, en application des dispositions du b du I de l'article 219 du CGI, les sociétés dont le chiffre d'affaires hors taxes annuel (ramené à douze mois le cas échéant), est inférieur à 10.000.000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15%, dans la limite d'un bénéfice imposable de 42.500 euros par période de douze mois, pour ce qui concerne l'imposition des résultats des exercices clos à compter du 31 décembre 2022. Ces sociétés sont également exonérées de la contribution sociale sur cet impôt au taux de 3,3%, mentionnée ci-dessus. Les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre viendront, en principe et sauf régime particulier tel que décrit ci-après, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est en outre rappelé (i) que certains des seuils mentionnés ci-dessus suivent des règles spécifiques si le contribuable est membre d'un groupe d'intégration fiscale ou si son capital est détenu par certains

organismes de placement collectif et sociétés assimilées et (ii) que l'apport d'actions de la Société à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces actions dans le cadre d'opérations antérieures et/ou de remettre en cause le bénéfice de réductions d'impôt spécifiques.

Les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour déterminer le taux applicable à leur situation.

#### **2.14.3.2. Régime spécial des plus-values à long terme sur cession de titres de participation**

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de titres qualifiés de « titres de participation » au sens dudit article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans à la date de la cession sont exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration dans les résultats imposables d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées. Cette quote-part est soumise à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% susvisée.

Pour l'application des dispositions de l'article 219, I-a *quinquies* du CGI, constituent des titres de participation (i) les titres revêtant ce caractère sur le plan comptable, (ii) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (iii) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) à condition de détenir au moins 5% des droits de vote de la société émettrice, si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière (tels que définis à l'article 219, I-a *sexies-0 bis* du CGI).

Les personnes susceptibles d'être concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier si les actions de la Société qu'elles détiennent constituent ou non des « titres de participation » au sens des dispositions de l'article 219, I-a *quinquies* du CGI.

Les conditions d'utilisation des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont également invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel sur ce point.

#### **2.14.4. Actionnaires non-résidents fiscaux de France**

Sous réserve des stipulations des conventions fiscales internationales et des règles particulières applicables, le cas échéant, aux actionnaires personnes physiques non-résidents fiscaux de France ayant acquis leurs actions de la Société dans le cadre d'un dispositif d'actionnariat salarié (y compris par l'intermédiaire d'un FCPE), les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions par des personnes physiques qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou par des personnes morales qui ne sont pas résidentes fiscales de France (sans que la propriété de ces actions soit rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt en France à l'actif duquel seraient inscrites ces actions), sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve que :

- les droits dans les bénéfices de la société détenus, directement ou indirectement, par le cédant (personne physique, personne morale ou organisme), avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société n'aient, à aucun moment au cours

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

des cinq dernières années qui précèdent la cession, dépassé ensemble 25% de ces bénéfices (tel que résultant des dispositions des articles 244 *bis* B et 244 *bis* C du CGI) ;

- la société ne soit pas à prépondérance immobilière au sens de l'article 244 *bis* A du CGI ; et
- le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (ci-après, « **ETNC** »), autre que ceux mentionnés au 2° du 2 *bis* de ce même article 238-0 A du CGI.

Dans ce dernier cas, sous réserve des stipulations des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, quel que soit le pourcentage des droits détenus dans les bénéfices de la société dont les actions sont cédées, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession de ces actions sont imposées au taux forfaitaire de 75%, sauf si les cédants apportent la preuve que les opérations auxquelles correspondent ces profits ont principalement un objet et un effet autres que de permettre leur localisation dans un ETNC.

La liste des ETNC, publiée par arrêté ministériel, peut être mise à jour à tout moment et en principe au moins une fois par an, conformément au 2 de l'article 238-0 A du CGI et s'applique à compter du premier jour du troisième mois qui suit la publication de l'arrêté. À cet égard, il est rappelé que la loi n° 2018-898 du 23 octobre 2018 relative à la lutte contre la fraude, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> décembre 2018, a élargi la liste des ETNC, tels que définis à l'article 238-0 A du CGI, aux juridictions figurant sur la liste de l'Union européenne des pays et territoires non coopératifs à des fins fiscales (dite « liste noire ») publiée par le Conseil de l'Union européenne et mise à jour régulièrement.

La cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre est, en outre, susceptible d'avoir pour effet de mettre fin au sursis de paiement qui s'applique, le cas échéant, aux personnes physiques soumises au dispositif d'*exit tax* prévu par les dispositions de l'article 167 *bis* du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Les actionnaires de la Société non-résidents fiscaux de France sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel afin, notamment, de prendre en considération le régime d'imposition applicable tant en France que dans leur État de résidence fiscale, ainsi que les stipulations de la convention fiscale internationale conclue entre la France et cet État, éventuellement applicable.

#### **2.14.5. Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent**

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre et soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille privé, qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial ou qui détiennent des actions de la Société reçues dans le cadre d'un dispositif d'actionnariat salarié, d'épargne salariale ou d'incitation du personnel (y compris par l'intermédiaire d'un FCPE), les actionnaires soumis à des engagements de conservation (par exemple engagement « Dutreil » tel que prévu à l'article 787 B du CGI) ou encore les fonds d'investissement, les « trusts », ou les « partnerships », sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel.

#### **2.14.6. Taxe sur les transactions financières et droits d'enregistrement**

Conformément à l'article 235 *ter* ZD du CGI, la taxe sur les transactions financières (ci-après, la « **TTF** ») s'applique aux acquisitions à titre onéreux de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé français, européen ou étranger, qui sont émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros le 1<sup>er</sup> décembre de l'année précédant l'année d'imposition. Une liste des sociétés entrant dans le champ d'application de la TTF est publiée chaque année. La Société figure sur la liste des sociétés françaises dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1<sup>er</sup> décembre 2023 (BOI-ANNX-000467-20/12/2023). En conséquence, la TTF sera due par la Société au taux de 0,3% du prix de l'Offre au titre des actions de la Société acquises dans le cadre de l'Offre. Par exception, la TTF ne sera pas applicable aux actions acquises par la Société auprès de sociétés membres du même groupe au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au moment de l'acquisition des actions concernées.

En principe, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée qui a son siège social en France à moins que la cession ne soit constatée par un acte. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois qui suit sa réalisation. Cet enregistrement donne lieu, conformément à l'article 726, I-1<sup>o</sup> du CGI, au paiement d'un droit de mutation au taux proportionnel de 0,1% (à l'exception des titres de sociétés françaises à prépondérance immobilière) assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres, sous réserve de certaines exceptions visées au II de l'article 726 du CGI. Conformément au d) du II de l'article 235 *ter* ZD du CGI, le droit de mutation de 0,1 % visé à l'article 726, I-1<sup>o</sup> du CGI n'est pas dû lorsque la TTF s'applique.

### **3. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE**

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre présentés ci-après ont été préparés par l'Établissement Présentateur pour le compte de la Société et en accord avec cette dernière. Ces éléments ont été établis selon une analyse multicritère reposant sur les références et méthodes d'évaluation usuelles détaillées ci-après, et sélectionnées en tenant compte des spécificités de la Société. Ces éléments ont été préparés à partir d'informations publiques disponibles relatives à la Société, son secteur d'activité et ses comparables, dont les sources sont indiquées dans ce document, ainsi que sur la base d'hypothèses discutées avec la Société et de son plan d'affaires, dont une actualisation élaborée par sa direction et revue par son Conseil d'administration le 17 septembre 2024 a été mise à disposition de l'Établissement Présentateur. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part de l'Établissement Présentateur, notamment quant à leur exactitude et leur exhaustivité.

Cette analyse est fondée sur les derniers éléments financiers annuels au 31 août 2024 de la Société, tels que décrits dans le communiqué de presse de la Société relatifs aux résultats annuels, publié le 24 octobre 2024. Il est à noter que les données de marché présentées dans cette section le sont à la clôture du 21 octobre 2024, et reprennent les informations publiquement disponibles à cette date.

Les informations, données chiffrées et analyses figurant dans le Projet de Note d'Information autres que les données historiques reflètent des informations prospectives, des anticipations et des hypothèses impliquant des risques, des incertitudes et d'autres facteurs, à propos desquels il ne peut être donné aucune garantie.

### **3.1. Méthodologie d'évaluation**

#### **3.1.1. Méthodes d'évaluation retenues**

Afin d'apprécier le Prix d'Offre, l'analyse multicritère a été réalisée sur la base des références et méthodes d'évaluation suivantes :

- (i) Méthodes et références d'évaluation retenues à titre principal :
  - ❖ Référence aux cours de bourse historiques au 21 octobre 2024 ;
  - ❖ Référence aux objectifs de cours des analystes financiers au 21 octobre 2024 ;
  - ❖ Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (« DCF ») ;
- (ii) Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif :
  - ❖ Valorisation par application des multiples boursiers de sociétés comparables ;
  - ❖ Valorisation par application des multiples de transactions comparables.

#### **3.1.2. Méthodes d'évaluation écartées**

Les méthodes de d'évaluation suivantes ont été jugées non pertinentes dans le cadre de l'opération envisagée :

- ❖ Actif net comptable

Cette méthode patrimoniale consiste à valoriser une société sur la base de ses capitaux propres comptables consolidés par action. La méthode de l'actif net comptable ne représente pas un critère pertinent d'appréciation du prix proposé dans la mesure où cette référence, fondée sur une valeur historique des actifs et des passifs, ne tient compte ni de la valeur réelle des actifs incorporels de la société (parts de marché, relations clients, image de marque, savoir-faire, etc.), ni de ses performances futures. Elle n'est pas pertinente pour évaluer une société se situant dans une optique de continuité d'exploitation, puisqu'elle reflète l'accumulation de résultats passés et ne prend en compte ni les capacités bénéficiaires, ni les perspectives de croissance de cette société.

Cette méthode n'a donc pas été retenue par l'Établissement Présentateur.

- ❖ Actif net réévalué

Cette méthode consiste à évaluer la valeur de marché des différents actifs et passifs inscrits au bilan d'une société, en tenant compte des plus ou moins-values latentes à l'actif, au passif et des engagements hors bilan.

Cette méthode a été jugée non pertinente dans la mesure où elle ne tient pas compte de la génération de trésorerie future et ne vise pas à évaluer une entreprise se situant dans une optique de continuité d'exploitation dans laquelle les actifs n'ont pas vocation à être cédés.

- ❖ Actualisation des flux de dividendes

Cette méthode consiste à évaluer une entreprise à partir de l'actualisation de ses dividendes futurs. Elle n'a pas été retenue car elle est intrinsèquement liée à la politique de distribution d'une société, étant rappelé que la Société n'a procédé à aucun versement de dividendes au titre des exercices clos les 31 août 2021, 2022 et 2023.

### **3.2. Éléments financiers utilisés pour les travaux d'évaluation**

#### **3.2.1. Données et projections financières servant de base à l'évaluation**

Les travaux d'évaluation réalisés par l'Établissement Présentateur reposent sur :

- Les états financiers consolidés et audités historiques de la Société, y compris pour l'année fiscale 2024 ;
- Le nombre total d'actions en circulation et la liste détaillée des instruments dilutifs fournis par la Société ;
- Le plan d'affaires actualisé de la Société pour les années fiscales 2025 à 2030 (le « **Plan d'Affaires** ») ;
- Une extrapolation des projections financières préparée par l'Établissement Présentateur et discutée avec la Société pour la période fiscale 2031-2033.

#### **3.2.2. Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres**

Les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres ont été établis à partir :

- De l'endettement financier net consolidé au 31 août 2024 ;
- D'autres éléments usuels d'ajustement calculés à partir du bilan consolidé au 31 août 2024.

##### ❖ Endettement financier net

Dans le cadre des hypothèses considérées pour les travaux de valorisation, la situation d'endettement financier net au 31 août 2024 s'élève à 667,2 M€ et se compose des éléments suivants:

- Une facilité de crédit auprès de la Banque Européenne d'Investissement (BEI) tiré pour un total de 204,2 M€,
- Un prêt à terme B pour un total de 498,7 M€,
- Des autres emprunts pour un total de 5,2 M€,
- Une trésorerie et équivalents de trésorerie pour un total de 40,9 M€.

##### ❖ Autres éléments d'ajustement de la valeur d'entreprise

##### Provisions :

Les provisions ont été retenues après prise en compte d'un taux d'imposition de 25 %.

Les provisions pour retraites après imposition ont été prises en compte à leur valeur comptable sur la base des résultats annuels au 31 août 2024 pour un montant total de 2,0 M€ (soit 2,7 M€ avant imposition).

Les provisions courantes et non-courantes pour risques et charges après imposition ont été prises en compte à la valeur comptable sur la base des résultats annuels au 31 août 2024 pour un montant total de 7,7 M€ (soit 10,2 M€ avant imposition).

Le montant total net des provisions retenu après imposition s'élève à 9,7 M€.

##### Autres actifs et passifs financiers :

Les instruments financiers dérivés actifs ont été pris en compte à leur valeur comptable sur la base des résultats annuels au 31 août 2024 pour un montant total de 10,3 M€.

*Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF*

Les autres passifs financiers ont été pris en compte à leur valeur comptable sur la base des résultats annuels au 31 août 2024 pour un montant total de 16,7 M€.

Le montant net retenu pour les autres actifs et passifs financiers s'élève à 6,4 M€.

❖ Synthèse des éléments d'ajustement de la valeur d'entreprise

<u>Ajustement</u>	<u>Montant (M€)</u>
Facilité de crédit (BEI)	204,2
Prêt à Terme B	498,7
Autres emprunts	5,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(40,9)
<b>Endettement financier net (A)</b>	<b>667,2</b>
Provisions pour retraites après imposition	2,0
Provisions pour risques et charges après imposition	7,7
Instruments financiers dérivés actifs	(10,3)
Autres passifs financiers	16,7
<b>Autres éléments d'ajustement (B)</b>	<b>16,1</b>
<b>Total éléments d'ajustement (A) + (B)</b>	<b>683,3</b>

### 3.2.3. Nombre d'actions

Le nombre d'actions retenu correspond aux 190 540 425 actions composant le capital social au 31 août 2024, augmenté des 1 028 274 actions du plan d'actions gratuites de décembre 2022 et des 1 791 730 actions du plan d'actions gratuites de décembre 2023, diminué de 948.646 actions auto détenues.

Ainsi, le nombre total d'actions en circulation retenu est de 192 411 783.

	Nombre d'actions
Nombre d'actions composant le capital	190 540 425
Plan d'actions gratuites - décembre 2022	1 028 274
Plan d'actions gratuites - décembre 2023	1 791 730
Moins : actions auto-détenues	(948 646)
<b>Nombre d'actions retenu</b>	<b>192 411 783</b>

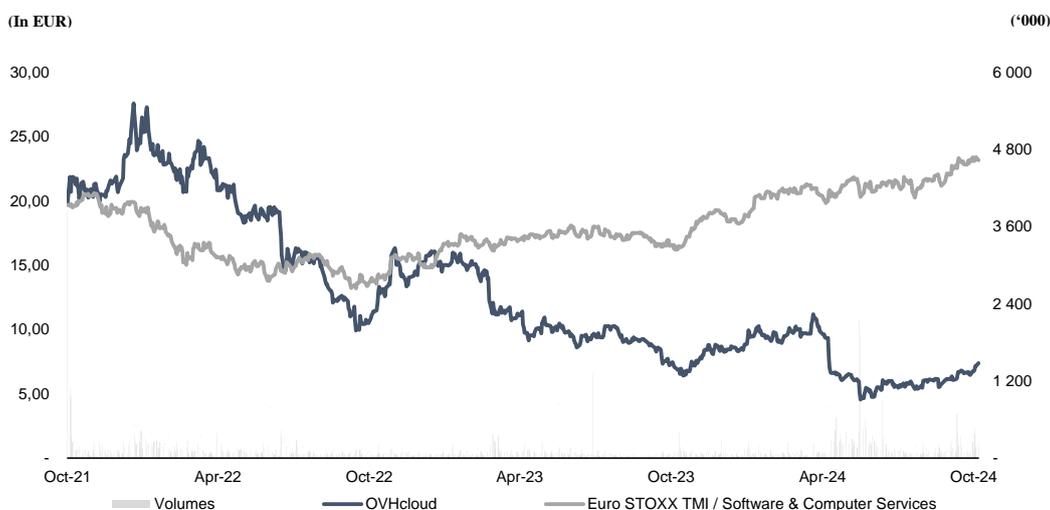
### 3.3. Application des références et méthodes d'évaluations retenues

#### 3.3.1. Analyse du cours de bourse de l'action OVHcloud

Les actions de OVHcloud sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé Euronext à Paris (ISIN FR0014005HJ9).

Le cours de bourse constitue un élément de référence dans le cadre de l'appréciation de la valeur du titre de la Société. Les références de marché sont considérées à la date du 21 octobre 2024.

**Evolution du cours de bourse et des volumes échangés depuis l'introduction en bourse le 15 octobre 2021**



Source : FactSet au 21 octobre 2024

Depuis l'introduction à la cotation de la Société le 15 octobre 2021, le cours de bourse de la Société a évolué entre un maximum de 27,59 € et un minimum de 4,54 € et a connu une baisse de 63%. En comparaison, l'indice de référence Euro STOXX TMI / Software & Computer Services a connu une augmentation de 18% sur la même période.

La liquidité du titre peut être considérée comme moyenne. En 2023, la liquidité était à un niveau structurellement faible, au cours des 12 mois précédant la date du 31 décembre 2023, le taux de rotation quotidien moyen du flottant, défini comme le ratio du nombre d'actions moyen échangées sur Euronext Paris (marché principal de cotation) par rapport au nombre total d'actions en circulation diminué des actions détenues par la famille Klabá, était de 0,16%. En 2024, la liquidité a augmenté en raison d'opérations de cession à la suite des révisions de la guidance et qui se sont traduites par des impacts négatifs sur le cours de bourse. Sur la période du 1er janvier 2024 au 21 octobre 2024, le taux de rotation quotidien moyen du flottant a atteint 0,30%.

Le tableau ci-dessous présente les primes induites par le Prix d'Offre en prenant pour référence le cours de clôture et les cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV ») sur plusieurs périodes de référence au 21 octobre 2024.

Le CMPV sur une période donnée se définit comme le rapport entre, d'une part, la somme du produit des cours de clôture quotidiens par les volumes quotidiens de chaque séance boursière sur la période considérée et, d'autre part, le total des volumes sur la période considérée.

Références au cours de bourse au 21 octobre 2024	Cours de bourse	Prime Induite
Cours de clôture	7,38 €	+22,0%
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	6,71 €	+34,2%
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	6,30 €	+42,9%
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	5,89 €	+52,7%
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	6,68 €	+34,7%
Plus bas 12 mois (31 mai 2024)	4,54 €	+98,3%
Plus haut 12 mois (4 avril 2024)	11,18 €	(19,5%)

Source : FactSet au 21 octobre 2024

*Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF*

Le Prix d'Offre extériorise une prime de +22,0 % par rapport au cours de bourse de clôture du 21 octobre 2024 et des primes de respectivement +34,2 %, +42,9 %, +52,7 % et 34,7 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois à cette même date.

L'analyse du cours de bourse constitue un élément important de l'appréciation du Prix d'Offre dans la mesure où les volumes échangés quotidiennement reflètent une liquidité importante du titre sur Euronext et les plateformes alternatives.

### 3.3.2. Référence aux objectifs de cours des analystes financiers

Onze analystes financiers suivent la Société avec des recommandations et/ou des objectifs de cours sur l'action OVHcloud. Le tableau ci-dessous présente un résumé de leurs notes publiées entre le 3 juin 2024 et le 21 octobre 2024

Analystes	Date	Recommandation	Cours cible (€)	Prime / (décote) induite par le Prix d'Offre
<b>Objectif de cours et projections financières mises à jour après publication</b>				
Morgan Stanley	17 octobre 2024	Neutre	6,6	+36,4 %
Gilbert Dupont	15 octobre 2024	Achat	15,5	(41,9 %)
Citi	10 octobre 2024	Neutre		n.a.
Bernstein	07 octobre 2024	Achat	10,0	(10,0 %)
Kepler Cheuvreux	25 septembre 2024	Achat	9,0	-
TP ICAP Midcap	03 septembre 2024	Vente	3,9	+130,8 %
Goldman Sachs	17 juillet 2024	Vente	5,5	+63,6 %
JP Morgan	27 juin 2024	Achat	12,5	(28,0 %)
CIC Market Solutions	27 juin 2024	Achat	12,0	(25,0 %)
Oddo BHF	27 juin 2024	Neutre	6,0	+50,0 %
Stifel	03 juin 2024	Neutre	6,0	+50,0 %
<b>Médiane</b>			<b>7,8</b>	<b>+15,4 %</b>
<b>Moyenne</b>			<b>8,7</b>	<b>+3,4 %</b>

Les objectifs de cours des analystes retenus extériorisent une fourchette de valorisation comprise entre 3,9 € et 15,5 € par action, avec une médiane à 7,8 € par action. Le Prix d'Offre représente une prime de +15,4 % par rapport à la médiane des cours cibles retenus au 21 octobre 2024.

### 3.3.3. Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (« DCF »)

(i) Principe

La méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles vise à déterminer la Valeur d'Entreprise d'une société à partir de la somme des flux futurs générés par la société, actualisés au Coût du Capital.

La Valeur des Fonds Propres de la société est ainsi égale à la Valeur d'Entreprise diminuée du montant de l'endettement financier net et diminuée des autres éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres.

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

Cette méthode dite intrinsèque permet de prendre en compte les perspectives financières de la société ; son résultat dépend donc des hypothèses retenues pour projeter les flux futurs de trésorerie disponibles de la société et le Coût du Capital retenu pour les actualiser.

Dans le cadre de la présente appréciation, la Valeur d'Entreprise est composée :

- de la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie disponibles sur la période du Plan d'Affaires (2025-2030) et sur la période d'extrapolation (2031-2033),
- et d'une Valeur Terminale déterminée selon la méthode de Gordon-Shapiro, qui représente la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie disponibles au-delà de la période d'extrapolation.

(ii) Détermination des flux futurs de trésorerie disponibles

Les flux futurs de trésorerie disponibles sur la période fiscale 2025-2030 reposent sur le Plan d'Affaires établi par la direction de la Société (dont l'actualisation en septembre 2024 a fait l'objet d'une revue par le Conseil d'administration le 17 septembre 2024) et sur l'extrapolation préparée par l'Établissement Présentateur tel que discutée avec la Société pour la période fiscale 2031-2033.

(iii) Détermination de la Valeur Terminale

La Valeur Terminale a été estimée en utilisant la formule de Gordon Shapiro, appliquée au flux normatif de trésorerie disponible calculé selon les hypothèses suivantes :

- Marge d'EBITDA ajusté en ligne avec la dernière année du Plan d'Affaires ;
- Variation du besoin en fonds de roulement en pourcentage de la variation du chiffre d'affaires en ligne avec la dernière année du Plan d'Affaires ;
- Investissements estimés à 13,0 % du chiffre d'affaires ;
- Charge d'impôts calculée selon un taux d'imposition de 25,83 % appliqué à l'EBITDA ajusté diminué des amortissements estimés de sorte qu'ils soient égaux aux investissements.

(iv) Actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles

Ces flux futurs de trésorerie disponibles sont actualisés au Coût du Capital au 21 octobre 2024.

Le Coût du Capital retenu par l'Établissement Présentateur pour l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles, issu de l'application de la méthode de calcul directe, est de 10,66 % en cas central. Les éléments intervenant dans la détermination du Coût du Capital sont les suivants :

- Taux d'intérêt sans risque zone euro : 2,43 % (source : moyenne 6 mois BNP Paribas Exane) ;
- Prime de risque action zone euro : 5,90 % (source : moyenne 6 mois BNP Paribas Exane) ;
- Prime de risque pays : 0,78 % (moyenne des primes de risque pays pondérées par le chiffre d'affaires d'OVHcloud dans ces géographies)
- Bêta de l'actif : 1,26x (moyenne sur 6 mois au 1<sup>er</sup> octobre 2024 des Bêtas des entreprises comparables : GoDaddy, Wix.com, Digital Ocean, Fastly, Ionos, WIIT – source : MSCI Beta Barra) ;

Par ailleurs, l'Établissement Présentateur a retenu un Taux de Croissance Perpétuel (TCP) de 2,0 %.

(v) Conclusion

Le tableau ci-dessous présente les résultats de l'évaluation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles :

<b>Valorisation induite</b>	
Coût du Capital (%)	10,66 %
TCP (%)	+2,0 %
<b>Somme des flux futurs de trésorerie actualisés</b>	<b>455</b>
Valeur Terminale	4 509
<b>Valeur Terminale actualisée</b>	<b>2 004</b>
<b>Valeur d'Entreprise (M€)</b>	<b>2 460</b>
<b>Valeur des Fonds Propres (M€)</b>	<b>1 777</b>
<b>Valeur par action induite</b>	<b>9,23 €</b>
Prime / (décote) induite par le Prix d'Offre	(2,5 %)

Sur la base des hypothèses décrites ci-dessus, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles fait ressortir une Valeur d'Entreprise d'OVHcloud de 2 460 M€ en cas central, soit une valeur par action de 9,23 €. Le Prix d'Offre extériorise une décote de 2,5% par rapport à cette valeur centrale. Le tableau ci-dessous présente une sensibilité de la valeur par action OVHcloud en fonction du Coût du Capital et du TCP :

		<b>Coût du Capital (%)</b>				
		<b>10,2 %</b>	<b>10,4 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>10,9 %</b>	<b>11,2 %</b>
<b>TCP (%)</b>	+1,75%	10,0	9,4	8,9	8,4	8,0
	+1,88%	10,1	9,6	9,1	8,6	8,1
	+2,00%	10,3	9,8	9,2	8,7	8,3
	+2,13%	10,5	10,0	9,4	8,9	8,4
	+2,25%	10,7	10,1	9,6	9,1	8,6

Sur la base d'un Coût du Capital variant entre 10,2 % et 11,2 % et d'un TCP variant entre 1,75 % et 2,25 %, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles aboutit à une valeur comprise entre 8,0 € et 10,7 € par action OVHcloud. Le Prix d'Offre fait ressortir une prime de +13,0 % par rapport à la valeur en borne basse et une décote de (16,3 %) par rapport à la valeur en borne haute.

### 3.4. Méthodes citées à titre indicatif

#### 3.4.1. Valorisation par application des multiples boursiers de sociétés comparables

(i) Principe et échantillon retenu

Cette méthode consiste à appliquer aux données financières d'OVHcloud les multiples de sociétés cotées comparables. Toutefois, OVHcloud ne dispose pas de pairs cotés directement comparables. L'Établissement Présentateur a examiné des sociétés cotées dans le secteur de l'hébergement web, des centres de données, et du cloud public, mais les dynamiques de modèle économique diffèrent d'un segment à l'autre, que ce soit en termes de segment d'activité principal, de profil client ou de profil de dépenses d'investissement.

Un échantillon illustratif a été retenu, constitué de 5 sociétés offrant des services de cloud et de datacenters (GoDaddy, Wix.com, Digital Ocean, Ionos, WIIT). La société Fastly a été exclue de l'échantillon pour la méthode des multiples boursiers en raison de son multiple d'EBITDA supérieur à 40.0x.

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

Les informations financières retenues pour cet échantillon proviennent des derniers états financiers consolidés publiés par ces sociétés, des notes publiées par les analystes financiers au cours des 12 derniers mois précédant l'annonce de l'Offre et de FactSet concernant les données de marché.

Les données ont été calendarisées au 31 août, date de clôture des comptes d'OVHcloud.

(ii) Multiples

Les multiples retenus sont ceux de la Valeur d'Entreprise rapportée (i) à l'EBITDA retraité (« VE / EBITDA retraité ») et (ii) au flux de trésorerie opérationnel récurrent (« VE / FTOR ») :

- L'EBITDA retraité exclut les ajustements liés à la norme IFRS-16 et la capitalisation des frais de recherche et développement,
- Le flux de trésorerie opérationnel récurrent est défini comme l'EBITDA retraité ci-dessus diminué des investissements de maintenance.

Les multiples des sociétés composant l'échantillon retenu extériorisent des multiples de VE / EBITDA retraité 2025<sup>e</sup> entre 9,2x et 23,2x. Ils extériorisent également des multiples de VE / FTOR 2025<sup>e</sup> entre 19,1x et 35,3x.

L'application de la moyenne des multiples de l'échantillon comparable (i) à l'EBITDA retraité et (ii) au flux de trésorerie opérationnel récurrent d'OVHcloud fait ressortir des valeurs par action de (i) 23,3 € et (ii) 20,5 € respectivement.

### **3.4.2. Valorisation par application des multiples de transactions comparables**

(i) Principe et échantillon retenu

L'Établissement Présentateur a examiné les transactions dans le secteur de l'hébergement web, des centres de données, et du cloud public. Aucune de ces transactions concerne des entreprises dont l'activité principale est le cloud privé, dans un marché de taille similaire. Seule l'acquisition d'une part minoritaire du capital d'OVHcloud par Spiral Holdings B.V. et Spiral Holdings S.C.A. en juillet 2016 à un multiple d'EBITDA de 13,5x a été retenue comme transaction relativement comparable, et à titre indicatif seulement compte tenu du changement de profil de croissance de la Société et du caractère éloigné de la transaction dans le temps.

L'application du multiple de la transaction initié par Spiral Holdings B.V. et Spiral Holdings S.C.A. à l'EBITDA retraité 2024 de la Société fait ressortir une valeur par action de 14,6 €.

### **3.5. Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre**

Le tableau ci-dessous présente la synthèse des références et méthodes d'évaluation retenues à titre principal et à titre indicatif, ainsi que les primes (décote) induites par le Prix d'Offre :

<b><u>Méthode d'appréciation retenues</u></b>	Prix par action	Prime Induite par le Prix d'Offre
<b>Références au cours de bourse au 21 octobre 2024</b>		
Cours de clôture	7,38 €	+22,0%
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	6,71 €	+34,2%
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	6,30 €	+42,9%
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	5,89 €	+52,7%

**Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF**

Moyenne pondérée par les volumes 1 an	6,68 €	+34,7%
Plus bas 12 mois (31 mai 2024)	4,54 €	+98,3%
Plus haut 12 mois (4 avril 2024)	11,18 €	(19,5%)
<b>Objectifs de cours des analystes financiers</b>		
Médiane	7,8 €	+15,4 %
Moyenne	8,7 €	+3,4 %
Minimum	3,9 €	+130,8 %
Maximum	15,5 €	(41,9 %)
<b>Actualisation des flux futurs de trésorerie disponible</b>		
Valeur centrale	9,23 €	(2,5 %)
Borne basse	8,0 €	+13,0 %
Borne haute	10,7 €	(16,3 %)

<b>Méthode d'appréciation à titre indicatif</b>	Prix par action	Prime Induite du Prix d'Offre
<b>Multiples boursiers</b>		
Moyenne de l'échantillon - VE / EBITDA 2025e	23,3	(61,4%)
Moyenne de l'échantillon - VE / FTOR 2025e	20,5	(56,1%)
<b>Multiples de transaction comparable</b>		
Transaction retenue - VE / EBITDA 2024	14,6	(38,4%)

#### 4. **RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT SUR LES CONDITIONS FINANCIÈRES DE L'OFFRE**

Conformément à l'article 261-1, I (y compris 261-1, I, 3°) du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné, par délibération du 17 septembre 2024 et sur proposition du comité *ad hoc* (constitué le 10 septembre 2024 conformément à l'article 261-1-III du règlement général de l'AMF), le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, dans les conditions visées par l'instruction AMF n°2006-08 et la recommandation AMF n°2006-15.

Ledit rapport, en date du 23 octobre 2024 est intégralement reproduit en **Annexe** et fait partie intégrante du Projet de Note d'Information.

#### 5. **AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ**

Le 23 octobre 2024, le Conseil d'administration de la Société a rendu l'avis motivé reproduit dans son intégralité ci-après :

« Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 23 octobre 2024 à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (le « **RGAMF** »), d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt du projet d'Offre, et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration était présent ou représenté, étant précisé d'une part, que MM. Octave Klabá, Mirosław Klabá et Henryk Klabá ont chacun souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent dans la mesure où ils ont l'intention d'apporter une partie de leurs

actions à l'Offre pour un quantum inférieur à leur quote-part de détention dans le capital, ne prendre part ni aux délibérations ni au vote sur l'avis motivé, et d'autre part, que M. Benjamin Revcolevschi a souhaité, compte tenu de ses liens avec le Concert Klabo<sup>24</sup> (tel que défini dans le projet de note d'information), ne prendre part ni aux délibérations ni au vote sur l'avis motivé.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF et à la recommandation AMF n° 2006-15 et dans la mesure où l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration en raison du fait que les membres du Concert Klabo ont fait part de leur intention d'apporter une fraction d'actions à l'Offre pour un quantum inférieur à la quote-part de détention du Concert Klabo dans le capital de la Société, le Conseil d'administration a, lors de sa réunion du 10 septembre 2024, constitué un comité *ad hoc* (le « **Comité** »). Le Comité a été chargé, conformément au RGAMF, de proposer au Conseil d'administration le nom d'un expert indépendant à désigner par le Conseil d'administration, d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et de veiller au bon déroulement de sa mission, d'examiner les termes de l'Offre et de préparer le projet d'avis motivé du Conseil d'administration, et à cette fin, de se saisir de toute question intéressant l'Offre, et d'en rapporter au Conseil d'administration.

Le Comité est composé de cinq membres indépendants, M. Bernard Gault (par ailleurs Administrateur référent de la Société) en qualité de président et de Mmes. Sophie Stabile, Isabelle Tribotté, Corinne Fornara et Diana Einterz.

M. Bernard Gault, en sa qualité de président du Comité, a conduit les débats relatifs à l'avis motivé.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants et de toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé :

- le projet de note d'information destiné à être déposé par la Société auprès de l'AMF le 24 octobre 2024, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de la Société, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur et garant BNP Paribas, lequel reste à compléter de l'avis motivé du Conseil d'administration ;
- le rapport de l'expert indépendant, le cabinet Accuracy, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre à savoir le prix offert de 9 euros par action, concluant que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires minoritaires de la Société ;
- l'analyse de la solvabilité (*solvency opinion*) de la Société après l'Offre (et en prenant en compte le refinancement de l'endettement de la Société selon des modalités qui font l'objet d'un examen détaillé par le Conseil d'administration de ce jour), préparée par le cabinet Accuracy, concluant que la structure financière de la Société après l'Offre serait raisonnable sur la période du plan d'affaires ; et
- le projet d'avis motivé préparé par le Comité conformément à l'article 261-1 III du RGAMF.

## **1. Désignation de l'expert indépendant**

En vue de sa réunion du 16 septembre 2024, le Comité a identifié plusieurs cabinets dont deux comme pouvant répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable. Une présentation de l'expérience en la matière de ces cabinets a été remise aux membres du Comité.

---

<sup>24</sup> La nomination de M. Benjamin Revcolevschi en tant que directeur général a été proposée par les membres du Concert Klabo avec qui il se concerta préalablement à toute prise de décision en Conseil d'administration.

A l'issue de la revue approfondie effectuée par le Comité des propositions détaillées de ces deux cabinets, le cabinet Accuracy a été retenu par le Comité au regard principalement (i) de l'absence de lien présent ou passé entre celui-ci et la Société susceptible d'affecter son indépendance, (ii) de son expérience récente sur des opérations de marché complexes, (iii) des termes financiers de sa proposition d'intervention, et (iv) plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose.

M. Henri Philippe a fait savoir pour le compte du cabinet Accuracy qu'il acceptait le principe de cette nomination et qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer sa mission. De même, il a confirmé disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée. Il est précisé que la composition et les qualifications de l'équipe du cabinet Accuracy dédiée à la mission sont décrits dans le rapport de l'expert indépendant.

Lors de sa réunion du 17 septembre 2024, le Conseil d'administration de la Société a, suivant la recommandation du Comité, désigné le cabinet Accuracy, représenté par M. Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I (y compris 261-1, I, 3°) du RGAMF, avec pour mission de rendre un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Lors de cette même réunion, l'expert indépendant a été missionné pour rédiger une analyse de la solvabilité (*solvency opinion*) de la Société après l'Offre, dans la mesure où les modalités de financement de l'Offre envisagée pourraient conduire à augmenter le levier financier de la Société.

## **2. Travaux du Comité et interactions avec l'expert indépendant**

Entre le 10 septembre 2024 et le 23 octobre 2024, le Comité s'est réuni à 13 reprises pour les besoins de sa mission par visioconférence. Les membres du Comité ont échangé avec l'expert indépendant et les conseils financier et juridique du Comité tout au long du processus y compris dans le cadre des réunions convoquées régulièrement et lors d'échanges informels.

Monsieur Bernard Gault, en sa qualité de président du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis par le Comité dans ce cadre. Le Comité s'est ainsi réuni :

- le 13 septembre 2024, afin d'échanger sur le processus de sélection de l'expert indépendant, d'une part, et sur le calendrier prévisionnel de l'Offre, d'autre part ;
- le 16 septembre 2024, afin de revoir les propositions de deux experts indépendants et de recommander au Conseil d'administration la désignation du cabinet Accuracy en qualité d'expert indépendant, ce qui a été approuvé par le Conseil d'administration du 17 septembre 2024 ;
- le 18 septembre 2024, en présence de M. Henri Philippe, représentant du cabinet Accuracy, qui a présenté l'équipe du cabinet Accuracy devant intervenir sur cette mission d'expertise indépendante, le calendrier prévisionnel de son intervention, ainsi que les modalités et méthodologies de conduite des travaux d'expertise, y compris pour les besoins de l'analyse de solvabilité (*solvency opinion*). Les membres du Comité ont également échangé sur les termes envisagés de l'Offre et le contexte dans lequel celle-ci était étudiée par la direction de la Société ;
- le 25 septembre 2024, afin notamment d'échanger avec l'expert indépendant et la banque-conseil du Comité (PJT Partners) sur les termes envisagés de l'Offre afin de s'assurer que l'endettement souscrit pour les besoins de l'Offre, contracté dans le cadre du refinancement du Groupe OVH, soit raisonnable et compatible avec la bonne exécution du plan d'affaires de la Société ;
- le 2 octobre 2024, pour faire un point d'avancement sur les travaux de l'expert indépendant, tant s'agissant de son attestation d'équité que de l'analyse de solvabilité (*solvency opinion*) ;

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

- le 9 octobre 2024, afin d'échanger sur le plan d'affaires actualisé à horizon 2030 de la Société et les premiers éléments reçus sur le scénario « dégradé » préparé par la direction de la Société en vue de tester la robustesse de la structure financière du Groupe OVH dans une situation simulée de baisse marquée du chiffre d'affaires, de l'EBITDA et des objectifs de réduction de coûts. L'expert indépendant a également fait un point sur l'avancement de ses travaux et a présenté des éléments préliminaires de valorisation de la Société et échangé avec les membres du Comité sur les termes envisagés de l'Offre et leurs conséquences pour la structure financière de la Société et son actionariat ;
- le 10 octobre 2024, avec la direction de la Société et le président du Conseil d'administration afin d'échanger sur le plan d'affaires actualisé de la Société tel que revu par le Conseil d'administration le 17 septembre 2024. Les membres de la réunion ont également échangé sur les sources potentielles d'optimisation de génération de trésorerie qui n'ont pu être quantifiées à ce stade, dont l'amélioration des ventes par un positionnement renforcé sur les produits et segments de clientèle porteurs, la poursuite de l'optimisation des coûts de fonctionnement et des frais généraux, l'optimisation du fonds de roulement et des stocks, avec la mise en place d'un plan d'économies et d'optimisation de la trésorerie revu à chaque comité d'audit et conseil d'administration ;
- le 13 octobre 2024, avec l'expert indépendant qui a présenté au Comité l'avancement de ses travaux relatifs à l'équité du prix de l'Offre et à l'analyse de solvabilité (*solvency opinion*) qui restaient notamment à cette date en attente des entretiens prévus avec la direction de la Société et du retour des agences de notation. Le Comité et l'expert ont également échangé sur les orientations stratégiques de la Société envisagées à l'issue de l'Offre, notamment sur la réalisation du plan d'affaires actualisé, ainsi que sur l'évolution de la gouvernance exécutive de la Société qui serait entérinée concomitamment à l'annonce de l'Offre ;
- le 15 octobre 2024, dans une réunion conjointe avec le Comité d'audit, en présence de l'expert indépendant, afin d'échanger plus en détails avec la direction sur le plan d'affaires actualisé de la Société, y compris le scénario dégradé ;
- le 17 octobre 2024, afin d'échanger sur les derniers termes de l'Offre proposés par la Société et au titre desquels l'expert a présenté l'état d'avancement de ses travaux relatifs à l'analyse de solvabilité (*solvency opinion*), dont les conclusions, au regard de l'endettement envisagé et du retour des agences de notation, seraient satisfaisantes. L'expert a également fait un point d'étape relatif à ses travaux sur les conditions financières de l'Offre, tout en soulignant qu'il demeurerait dans l'attente de certaines informations pour poursuivre et finaliser ses travaux ;
- le 22 octobre 2024, à deux reprises, d'une part, afin d'échanger avec l'expert indépendant sur les termes définitifs de l'Offre proposés par la Société et sur les conclusions des travaux d'expertise en vue de l'émission des versions définitives du rapport sur les conditions financières de l'Offre et de l'analyse de solvabilité (*solvency opinion*), et d'autre part, lors d'une réunion avec la direction et les banques-conseils de la Société, afin d'échanger sur la présentation de l'Offre et de l'évolution de la stratégie qui sera faite au marché, ainsi que sur leurs vues sur l'évolution du cours de bourse à l'issue de l'Offre ;
- le 23 octobre 2024, afin de revoir la version finale du rapport sur les conditions financières de l'Offre et de l'analyse de solvabilité (*solvency opinion*) préparés par l'expert indépendant et finaliser le projet d'avis motivé.

Le Comité s'est assuré que le plan d'affaires actualisé à horizon 2030 remis à l'expert indépendant est bien celui qui a été revu par le Conseil d'administration du 17 septembre 2024. Le Comité a également eu

## ***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

connaissance du scénario dégradé préparé par la direction qui a fait l'objet d'une revue par le comité d'audit le 15 octobre 2024 auquel les membres du Comité ont assisté avec l'expert indépendant.

Le Comité s'est assuré que le plan d'affaires actualisé à l'aune duquel le Comité a apprécié l'équité de l'Offre constituait toujours la meilleure estimation possible des prévisions de la Société à horizon 2030, lequel fera l'objet d'un communiqué de presse du 24 octobre 2024, et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

Le Comité s'est également assuré que l'expert indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes, en ce compris la capacité d'échanger avec la Société, la Famille Klaba (telle que définie dans le projet de note d'information) et les actionnaires Spiral Holdings B.V. et Spiral Holdings S.C.A., détenant chacun 6,31% du capital et 6,34% des droits de vote de la Société.

Le détail des interactions entre les membres du Comité et l'expert indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport d'expertise du cabinet Accuracy.

Le Comité indique en outre ne pas avoir été informé ni avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

### **3. Conclusions du rapport de l'expert indépendant**

Ainsi qu'il est indiqué ci-dessus, le Comité a pu échanger avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Le cabinet Accuracy, représenté par M. Henri Philippe, a présenté au Conseil d'administration les conclusions de leurs travaux sur l'équité des conditions financières de l'Offre, reproduites ci-dessous :

*« Notre conclusion sur l'équité des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société repose sur les considérations suivantes :*

- L'Offre s'adresse à tous les actionnaires minoritaires de la Société dans le strict respect d'un traitement égalitaire et ces derniers sont libres d'y répondre favorablement ou non.*
- Au vu des estimations de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société qui ressort de la mise en œuvre d'une approche DCF sur le Plan d'Affaires préparé par le Management, le prix de 9,0 € semble correctement intégrer la valeur des actifs et le potentiel de développement de la Société.*
- Enfin, en cas de rachat par la Société de toutes les actions faisant l'objet de l'Offre, les modalités de financement de l'opération envisagées par la Société devraient lui permettre de continuer à bénéficier d'une structure de financement soutenable sur la durée du Plan d'Affaires.*

*Nous en concluons que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires minoritaires de la Société ».*

### **4. Conclusions, recommandations et projet d'avis motivé du Comité**

Le 23 octobre 2024, le Comité a finalisé au regard notamment du rapport définitif de l'expert indépendant, sa recommandation au Conseil d'administration.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Comité relève que :*
  - comme indiqué par la Société, l'Offre s'inscrit dans un contexte où après une période d'investissements majeurs, la Société débute une nouvelle phase de développement, avec la nomination de Benjamin Revcolevschi comme nouveau directeur général. Lors de cette nouvelle phase, la Société mettra l'accent sur une croissance plus modérée d'environ 10 %*

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

annuel, une marge d'EBITDA ajusté structurellement supérieure à 40 % et un *Levered Free Cash Flow* positif dès l'année fiscale 2026 ;

- d'après la Société, la Famille Klabá confirme sa confiance à long-terme dans le Groupe et sa participation augmentera de 68 % avant l'Offre, à un maximum de 81 % après l'Offre ;
- la Société indique par ailleurs que « *l'Offre et son financement s'inscrivent par ailleurs dans le cadre d'une opération de refinancement global de l'endettement existant de la Société, permettant ainsi d'anticiper un chantier rendu nécessaire, à horizon 2025, par l'arrivée à maturité en octobre 2026 de la majeure partie de la dette financière du groupe (facilité à terme et facilité de crédit renouvelable)* » ;
- comme indiqué dans le projet de note d'information, l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société selon son plan d'affaires actualisé :
  - l'Offre permettrait d'offrir une liquidité à ceux qui le souhaitent, tout en conservant une structure financière raisonnable, lui permettant de poursuivre sa stratégie faisant l'objet d'une annonce publique le 24 octobre 2024 ;
  - le financement souscrit dans le cadre du refinancement global, combinant le refinancement de la dette actuelle et le financement de l'Offre, ferait ressortir un ratio de levier raisonnable au regard de la structure financière de la Société ;
  - à cet égard, l'expert indépendant a conclu dans son analyse de solvabilité (*solvency opinion*) que : « *Sur la base des procédures mises en œuvre dans le cadre de notre mission, nous concluons que la structure financière de la Société après l'opération proposée serait raisonnable sur la période du plan d'affaires* » tout en relevant d'une part, que « *l'opération proposée ne soulève pas de difficulté quant à la solvabilité de la Société à court terme* » et d'autre part, que « *les analyses menées montrent que, dans le scénario central, la Société est en mesure de respecter ses engagements financiers résultant de l'opération proposée* », mais que « *s'agissant du scénario dégradé, la Société devra tirer sur une partie de son MCL (multipurpose credit line) pour faire face à ses engagements, ou, alternativement, mettre en œuvre des mesures de réduction des coûts ou repousser certaines dépenses d'investissement nécessaires à la croissance* ».
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, au plan financier, le Comité note que :
  - au regard de l'environnement de marché actuel et de la baisse du cours de bourse de la Société, l'Offre permettrait aux actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité partielle mais immédiate que le marché ne leur offre pas, et qui extériorise une valeur plus cohérente avec la valeur fondamentale de la Société que celle constatée sur le marché boursier ;
  - l'Offre permet notamment de répondre aux demandes de liquidité formulées par certains actionnaires à la Société ;
  - l'Offre est facultative pour les actionnaires de la Société et permet aux actionnaires de la Société qui le souhaitent d'apporter une partie de leurs actions à l'Offre, tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital ;
  - le prix de l'Offre permet aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une prime significative de respectivement 22,0%, 34,2%, 42,9%, 52,7% et 34,7% par rapport au cours de bourse de clôture du 21 octobre 2024 et aux cours moyens pondérés par les volumes 1, 3, 6 et 12 mois à cette même date ;

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

- le Concert Klabá a fait part de son intention d'apporter à l'Offre 7.111.109 actions sur le total de 130.446.830 actions OVH Groupe détenues par le Concert Klabá, soit une fraction inférieure à la quote-part de détention du Concert Klabá dans le capital de la Société ;
  - si les actionnaires autres que le Concert Klabá (et hors auto-détention) apportaient l'intégralité de leurs titres à l'Offre, ils bénéficieraient d'une liquidité d'environ 55% de leur participation ;
  - en matière de dividendes, la Société ne prévoit pas de distribuer de dividendes dans les douze prochains mois, tout en indiquant qu'à terme « *l'évolution de la stratégie de la Société vers une croissance plus modérée, avec une amélioration des marges et une baisse de l'intensité capitalistique, lui permet d'envisager une évolution de sa politique de distribution de dividendes. Toute future politique de distribution de dividendes de la Société sera déterminée en fonction de sa capacité distributive dans le respect des dispositions applicables.* ».
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Comité relève que :
- la Société indique que l'Offre ne présentera pas d'incidence particulière ni sur les effectifs de la Société ni sur sa politique salariale et de gestion des ressources humaines ;
  - dans la mesure où l'ensemble des actions gratuites seront encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre, celles-ci ne sont pas incluses dans les actions visées par l'Offre, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire) ;
  - il appartiendra au conseil de surveillance du FCPE « OVHcloud Shares » de prendre la décision d'apporter, le cas échéant, à l'Offre, les actions détenues par le FCPE « OVHcloud Shares ». Cette décision éventuelle du FCPE « OVHcloud Shares » ne constitue pas un cas de déblocage anticipé des sommes investies par les salariés dans le FCPE « OVHcloud Shares ».
- Le Comité a par ailleurs pris acte que :
- l'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ni la radiation des actions de la Société de la cotation sur Euronext Paris et que ni la Société, ni le Concert Klabá en sa qualité d'actionnaire majoritaire n'ont l'intention de demander la radiation des actions d'Euronext Paris ou de procéder à un retrait obligatoire des actions OVH Groupe à l'issue de l'Offre, étant précisé qu'en toute hypothèse les conditions pour procéder à un tel retrait obligatoire ne seraient pas réunies par le Concert Klabá à l'issue de l'Offre.

En conclusion de quoi :

- le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par la Société dans son projet de note d'information ;
- le Comité a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de chacun ;
- à la suite de sa réunion du 23 octobre 2024, il recommande au Conseil d'administration de se prononcer en ce sens.

**Avis motivé du Conseil d'administration**

Le Conseil d'administration prend acte des travaux du Comité et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que du rapport d'expertise de l'expert indépendant et de son analyse sur la solvabilité (*solvency opinion*) de la Société.

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par la Société, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur, (iii) des travaux du Comité, (iv) des conclusions du rapport de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre, (v) de l'analyse de solvabilité (*solvency opinion*) de l'expert indépendant et (vi) plus généralement, des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, décide, à l'unanimité (étant précisé d'une part, que MM. Octave Klabá, Miroslaw Klabá et Henryk Klabá ont chacun souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent dans la mesure où ils ont l'intention d'apporter une partie de leurs actions à l'Offre pour un quantum inférieur à leur quote-part de détention dans le capital, ne prendre part ni aux délibérations ni au vote sur l'avis motivé, et d'autre part, que M. Benjamin Revcolevschi a souhaité, compte tenu de ses liens avec le Concert Klabá<sup>25</sup>, ne prendre part ni aux délibérations ni au vote sur l'avis motivé) :

- de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité formulées dans le projet d'avis motivé préparé par le Comité et reproduit ci-dessus ;
- d'émettre, à la lumière des observations, conclusions et recommandations du Comité, un avis favorable sur l'Offre telle qu'elle lui a été présentée, considérant à ce titre que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société qui souhaitent profiter de l'opportunité de liquidité permise par l'Offre, d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- que la Société n'apportera pas les actions auto-détenues à l'Offre ;
- d'autoriser, en tant que de besoin, le directeur général à l'effet de :
  - finaliser le projet de note d'information relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
  - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
  - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
  - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles dans le cadre de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »

## **6. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Les administrateurs sont tenus de détenir, en application du règlement intérieur du Conseil d'administration, un minimum de 1.000 actions et disposent d'un délai de six mois à l'effet d'acquérir ces actions à compter de leur nomination. Les administrateurs représentant les salariés ne sont pas tenus à cette obligation.

Les membres du Conseil d'administration de la Société ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Nombre d'actions	Intention
-----	------------------	-----------

<sup>25</sup> La nomination de M. Benjamin Revcolevschi en tant que directeur général a été proposée par les membres du Concert Klabá avec qui il se concerta préalablement à toute prise de décision en Conseil d'administration.

	détenues à la date de l'avis motivé	
Monsieur Octave Klabá (Président du Conseil d'administration)	7.177.360	Apport de 277.777 actions à l'Offre
Monsieur Benjamin Revcolevschi	0 <sup>26</sup>	Non applicable
Monsieur Miroslaw Klabá	6.953.327	Apport de 166.666 actions à l'Offre
Monsieur Henryk Klabá	26	Pas d'apport à l'Offre
Monsieur Bernard Gault*	41.331	Apport de l'intégralité de ses actions à l'Offre
Madame Isabelle Tribotté*	2.750	Pas d'apport à l'Offre
Madame Diana Einterz*	1.000	Pas d'apport à l'Offre
Madame Corinne Fornara*	2.703	Pas d'apport à l'Offre
Madame Sophie Stabile*	1.000	Pas d'apport à l'Offre
Monsieur Hugues Bodin	0	Non applicable
Madame Pauline Wauquier	0	Non applicable

\* *Administrateurs indépendants*

Par ailleurs, le Concert Klabá a fait part de son intention d'apporter à l'Offre 7.111.109 actions sur le total de 130.446.830 actions OVH Groupe détenues par le Concert Klabá, soit une fraction inférieure à la quote-part de détention du Concert Klabá dans le capital de la Société. Les intentions d'apport à l'Offre du Concert Klabá se répartissent comme suit : 4.444.444 actions par Digital Scale SAS et 2.222.222 actions par Deep Code SAS, sans préjudice de l'apport de 277.777 actions par M. Octave Klabá et de 166.666 actions par M. Miroslaw Klabá, comme indiqué ci-dessus.

TowerBrook Capital Partners et KKR & Co., agissant respectivement par l'intermédiaire des sociétés Spiral Holdings B.V. et Spiral Holdings S.C.A., détenant chacune environ 6,3% du capital de la Société à la date du Projet de Note d'Information, ont annoncé leur intention de participer à l'Offre.

## 7. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de OVH Groupe seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

<sup>26</sup> Les administrateurs disposent d'un délai de six mois à compter de leur nomination pour acquérir le nombre minimum de 1.000 actions.

***Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF***

Ces informations qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de OVH Groupe ([www.ovhcloud.com](http://www.ovhcloud.com)), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

- OVH Groupe : 2, rue Kellermann – 59100 Roubaix ; et de
- BNP Paribas – 4, rue d'Antin – 75002 Paris

**8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION**

**Pour la Société**

*« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, à notre connaissance, les données de la note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

Benjamin Revcolevschi  
Directeur Général de OVH Groupe

**Pour l'Établissement Présentateur**

*« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par OVH Groupe, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

Christophe Jalinot, *Managing Director*  
Marc Demuth, *Managing Director*

*Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF*

**Annexe**

**Rapport de l'Expert Indépendant**



**Expertise indépendante**  
dans le cadre de l'offre publique  
de rachat d'actions initiée par *OVHcloud*

Octobre 2024

---

Transactions & Investments

---

Disputes & Crises

---

Corporate Strategy & Finance

---

Business Performance

---

## Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique de rachat d'actions initiée par *OVHcloud*

*OVHcloud* (la « **Société** », « **OVH** » ou « l'**Initiateur** ») dont *OVH Groupe SA* est la société mère (ensemble le « **Groupe** ») est coté sur le compartiment A d'*Euronext Paris* depuis octobre 2021. *OVH* affiche une capitalisation boursière d'environ 1,4 md€ au 21 octobre 2024 (soit 7,4 € par action).

La Société a été fondée en 1999 par M. Octave Klaba. D'abord spécialisé sur l'activité d'hébergement internet en France, *OVH* est progressivement devenu le leader européen de services de *cloud computing*. La Société compte près de 3 000 collaborateurs et a réalisé pour l'exercice clos au 31 août 2024 un chiffre d'affaires de 993 m€.

Le conseil d'administration d'*OVH*, a, lors de sa réunion du 21 octobre 2024, annoncé sa décision d'initier une Offre Publique de Rachat d'Actions (« l'**Offre** », « l'**OPRA** », « l'**Opération** »), en vue de leur annulation.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires d'*OVH* (le « **Prix d'Offre** ») s'élève à 9,0 € par action. L'Offre porte sur 38 888 889 actions de la Société, soit 20,4% du capital. La famille Klaba (et les entités qu'elle contrôle), qui contrôle la Société avec 68,46% du capital et 68,80% des droits de vote, a fait part de son intention d'apporter à l'offre une fraction inférieure à sa quote-part de détention dans le capital.

Les sociétés *Spiral Holding S.C.A.* et *Spiral Holding B.V.*, détenues depuis 2016 respectivement par des fonds gérés par *KKR & Co.* et des fonds gérés par *TowerBrook Capital Partners* (désignés ensemble les « **Investisseurs Financiers** ») détiennent chacune une participation dans la Société représentant à date 6,31% du capital et 6,34% des droits de vote.

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'administration de la Société, sur recommandation d'un comité *ad hoc* constitué à cet effet (le « **Comité** »), a désigné *Accuracy* le 20 septembre 2024 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre d'une disposition de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

« Lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres » (alinéa 1 – 3°) ;

---

L'Offre étant financée intégralement par endettement, *Accuracy* a également été missionnée pour rédiger une analyse de solvabilité de la Société après l'Offre. Notre opinion est formalisée dans un courrier reprenant nos principales conclusions sur la solvabilité de la Société après l'Opération.

Le présent rapport d'expertise est une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, la liste des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine plus spécifiquement les caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission ainsi que les premières conclusions afférentes. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Société, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par BNP Paribas, banque présentatrice (la « **Banque** »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société dans le contexte de la présente Offre.

---

# 1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

## 1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Afrique, Amérique du Nord et Asie, Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 750 consultants (dont plus de 300 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

**Figure 1 | Attestations réalisées par Accuracy au cours des 24 derniers mois**

Dâte de dépôt	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
oct-24	Clasquin	SAS Shipping Agencies Services Sarl	Offre publique d'achat	Société Générale
nov-23	Orapi	Paredes	Offre publique d'achat	BNP Paribas et CIC
sept-23	Evolis	HID Global	Offre publique d'achat simplifiée	BNP Paribas
août-23	Biocorp Production	Novo Nordisk	Offre publique d'achat simplifiée	Lzard Frères et Portzamparc
oct-22	Le Tanneur & Cie	Tolomei Participations et Qatar Luxury Group	Offre publique de retrait	Natixis

Source : Accuracy

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

## 1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny, Directeurs, avec le concours de Bruno Husson, Associé honoraire, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- 
- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt-cinq ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'*ESC Bordeaux*, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance de l'*Université Paris-Dauphine* ; il est également maître de conférences à l'*Ecole des Ponts ParisTech* et chargé de cours au *Groupe HEC*.
  - Guillaume Charton a une expérience de plus de quinze ans dans le conseil financier et est spécialisé en évaluation. Il a notamment participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Guillaume Charton est diplômé d'*HEC*.
  - Mathilde de Montigny a une expérience de plus de vingt ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a notamment participé à une vingtaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Mathilde de Montigny est diplômée de l'*Université Paris-Dauphine*.
  - Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'*HEC* et docteur d'État en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du *Groupe HEC*, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié. Il n'est plus aujourd'hui employé par Accuracy.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny ont été assistés par un manager disposant de plus de cinq ans d'expérience en conseil financier et de plusieurs consultants juniors.

### **1.3. Déclaration d'indépendance**

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF (titre VI relatif à l'expertise indépendante), Accuracy atteste « *l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission* ».

L'Annexe 7 détaille les observations relatives aux vérifications effectuées par Accuracy dans le cadre de sa déclaration d'indépendance. Les principales observations sont présentées ci-après.

Au cours des 24 derniers mois, une mission d'assistance dans le cadre d'un contentieux a été réalisée pour le compte de la Société par un associé d'Accuracy (autre que le présent signataire de l'attestation). Cette mission représente moins de 0,1% du chiffre d'affaires 2023 d'Accuracy.

---

Entre 2018 et 2021, préalablement à l'introduction en bourse de la Société, *Accuracy* a réalisé plusieurs missions relevant de l'activité Evaluation. Ces missions représentent moins de 0,1% du chiffre d'affaires d'*Accuracy* sur la période.

## 1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 310 000 euros hors taxes.

## 1.5. Diligences effectuées

### 1.5.1. Programme de travail

*Accuracy* a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaboré par la Société,
- analyse du contexte de l'Opération, de la vie boursière de l'action *OVH* sur la période récente et de la liquidité de ce titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,
- analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Société, à partir des rapports annuels de la période récente et des prévisions élaborées par les dirigeants de la Société pour la période 2025-2030,
- entretiens avec les dirigeants de la Société (ci-après le « **Management** »), portant notamment sur la présentation de la Société, de son historique, ses perspectives, son positionnement concurrentiel actuel et futur, sa situation financière, etc.,
- entretiens avec des représentants des conseils de la Société,
- entretiens avec des représentants de *BNP Paribas*, banque présentatrice de l'Offre (la « **Banque** »),
- examen critique des références d'évaluation représentées par le cours de bourse sur la période récente,
- évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables),
- dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches d'évaluation, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,

- 
- dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,
  - dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes,
  - analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société,
  - analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la Banque dans le cadre de l'Offre,
  - analyse des modalités de financement envisagées dans le cadre de l'Opération,
  - analyse de solvabilité de la Société après Opération,
  - obtention de lettres d'affirmation de la part de la Société et de la famille Klaba,
  - contrôle-qualité réalisé par un expert indépendant (Associé honoraire d'Accuracy) n'ayant pas participé à la mission,
  - rédaction du présent rapport d'expertise et d'une présentation pour le Comité.

Ces travaux représentent un nombre total de 700 heures.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement Général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

### **1.5.2. Calendrier de l'étude**

Accuracy a été mandaté formellement par le Conseil d'administration le 20 septembre 2024. Notre mission s'est déroulée du 20 septembre 2024 au 23 octobre 2024.

Au cours de cette période, nous avons eu des contacts réguliers avec le Management, les conseils de la Société, la Banque ainsi qu'avec l'Initiateur.

- semaine du 16 septembre 2024 au 20 septembre 2024 : réunion de lancement des travaux avec la Société, Banque, le Comité et le conseil du Comité.
- semaine du 30 septembre 2024 au 4 octobre 2024 : (i) entretien avec la Société, le Comité et le conseil du Comité concernant le plan d'affaires et (ii) entretien avec la Banque.

- 
- semaine du 7 octobre 2024 au 11 octobre 2024 : (i) échange avec *KKR & Co.* et *TowerBrook Capital Partners* et (ii) réunion de travail avec le Comité et le conseil du Comité.
  - semaine du 14 octobre 2024 au 18 octobre 2024 : (i) échange avec la Banque concernant le financement et (ii) réunion de travail avec le conseil du Comité.
  - semaine du 21 octobre 2024 au 25 octobre 2024 : (i) échange avec la Banque concernant le financement et les modalités de l'Offre et (ii) réunion de travail avec le conseil du Comité.

### **1.5.3. Listes des principaux interlocuteurs**

Dans le cadre de nos travaux, nous avons échangé avec (i) les membres du Comité, (ii) certains managers de la Société, (iii) la Banque, (iv) le conseil du Comité (*PJT Partners*) et (v) les représentants des deux fonds actionnaires de la Société :

- Bernard Gault, administrateur de la Société, membre du Comité,
- Corinne Fornara, administratrice indépendante, membre du Comité,
- Diana Einterz, administratrice indépendante, membre du Comité,
- Isabelle Tribotté, administratrice indépendante, membre du Comité,
- Sophie Stabile, administratrice indépendante, membre du Comité,
- Octave Klaba, Président fondateur, *OVH*,
- Benjamin Revcolevschi, Directeur général adjoint, *OVH*,
- Stéphanie Besnier, *CFO*, *OVH*,
- Emmanuel Gueroult, Partner, *PJT Partners*,
- Thomas Contenay, Managing Director, *PJT Partners*,
- Christophe Jalinot, Managing Director, *BNP Paribas*,
- Thibault Langlois, Associate, *BNP Paribas*,
- Ian Anderson, Managing Director, *KKR*,
- Oskar Rotsa, Principal, *KKR*,
- Karim Saddi, Managing Director, *Towerbrook Capital Partners*.

### **1.5.4. Informations utilisées**

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le Management, à savoir :

- le plan d'affaires couvrant la période 2025-2030 élaboré par le Management (le « **Plan d'Affaires** ») et revu par le Conseil d'administration le 17 octobre 2024,
- le plan d'affaires « *downside* » élaboré par le Management sur la base du Plan d'Affaires dans le cadre de l'analyse de la liquidité de la Société,
- les présentations managériales des trois dernières années,

- 
- les budgets des trois dernières années,
  - les comptes au 31 août 2024 non audités de la Société,
  - les termes et conditions de l'ensemble des instruments de dettes,
  - l'organigramme du Groupe,
  - les statuts de la Société,
  - le projet de note d'information,
  - les travaux d'évaluation financière réalisés par la Banque,
  - les présentations du conseil d'administration.

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- les rapports annuels et semestriels ainsi que les communiqués de presse de la Société,
- des rapports annuels de sociétés comparables,
- les notes de *brokers* concernant la Société,
- des informations de marché diffusées par les bases de données financières *Capital IQ*.

#### **1.5.5. Limites de nos travaux**

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants ou les conseils de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de la Société et des explications orales données par le Management sur ses perspectives de développement.

Dans le cadre de notre mission, nous avons également obtenu deux lettres d'affirmation : de la part de la Société et de la part de la famille Klabá.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

---

## 2. Contexte de l'Opération

### 2.1. Présentation de la Société et de son marché

#### 2.1.1. Une société leader du marché européen spécialisée dans les services cloud et d'hébergement...

OVH, leader européen des services *cloud* et d'hébergement, opère sur un marché en pleine expansion. Le *cloud computing*, secteur en forte croissance, est évalué entre 250-270 milliards d'euros pour les offres *IaaS* et *PaaS* (définies ci-dessous) en 2023<sup>1</sup> avec une progression annuelle attendue d'environ 20% jusqu'en 2027<sup>2</sup>. Cette croissance est principalement alimentée par l'externalisation des infrastructures IT (*information technology*), la gestion croissante des données et l'essor des technologies comme l'intelligence artificielle et le *machine learning*.

Le *cloud computing* s'articule autour de trois niveaux complémentaires qui forment une chaîne de valeur interconnectée :

- **IaaS** (*Infrastructure-as-a-Service*) fournit des ressources informatiques à la demande, permettant aux entreprises de réduire leurs investissements matériels tout en restant flexibles.
- **PaaS** (*Platform-as-a-Service*) offre des environnements de développement complets, facilitant l'innovation dans des domaines comme l'*intelligence artificielle* (IA) sans nécessiter de gestion des infrastructures.
- **SaaS** (*Software-as-a-Service*) fournit des applications directement via le *cloud*, simplifiant l'accès aux outils tout en bénéficiant de l'agilité des infrastructures *IaaS* et *PaaS*.

Le *cloud* se décline en trois principaux modèles : le *cloud* public, le *cloud* privé, et le *Webcloud*.

La demande pour des solutions de *cloud* public et privé continue de croître, avec une adoption accélérée des stratégies hybrides et *multi-cloud*. Les préoccupations autour de la souveraineté et de la sécurité des données, en particulier en Europe, renforcent l'importance de solutions *cloud* locales, sécurisées et conformes aux réglementations :

- Le **Cloud public** : infrastructures partagées, flexibles et évolutives, avec une croissance estimée à 20% par an sur la période 2023-2027<sup>3</sup>. La taille

---

<sup>1</sup> Source : Document d'enregistrement universel 2023 OVH

<sup>2</sup> Source : Document d'enregistrement universel 2023 OVH

<sup>3</sup> Source : Document d'enregistrement universel 2023 OVH

---

de ce marché est comprise entre 230 et 250 mds€. Cette activité ne représente que 18% du chiffre d'affaires d'OVH sur l'année 2024-25 (la Société clôture en août), mais le Groupe entend la développer fortement à l'avenir.

- Le **Cloud privé** devrait également croître dans les années à venir avec un TCAM d'environ 10%<sup>4</sup>, porté par la demande croissante en matière de sécurité et d'externalisation, pour un marché dont la taille est estimée entre 16 et 19 mds€ en 2023. Sur ce marché, OVH occupe une place de *leader* européen avec une croissance importante (TCAM de 19% entre 2021 et 2023). Cette branche représente 63% de son chiffre d'affaires en fin d'année.
- Le **Webcloud**, destiné aux PME est un marché plus mature qui continue de se développer. Il englobe des services d'hébergement web et téléphonie, avec un TCAM de 5%<sup>5</sup>. La taille de ce marché est estimée à 5 mds€ environ. Le *Webcloud* représente 19% du chiffre d'affaires d'OVH en fin d'année.

Le marché du *cloud* est dominé par des géants comme *AWS*, *Microsoft Azure* et *Google Cloud*. Afin de répondre à la demande croissante et de s'imposer sur un marché de plus en plus compétitif, OVH s'est positionné comme un acteur clé du *cloud computing* en Europe, grâce à une stratégie reposant sur son intégration verticale et son engagement en faveur de la souveraineté des données.

### **2.1.2. ...avec un positionnement unique sur ce marché**

OVH, fondé en 1999 par Octave Klaba, a rapidement investi dans la construction de ses propres *datacenters* à travers le monde pour contrôler l'ensemble de la chaîne de valeur. Aujourd'hui, l'entreprise gère 43 *datacenters* avec 450 000 serveurs, desservant des clients dans plus de 130 pays. Parmi les acquisitions clés réalisées dans le passé, *vCloud Air* en 2017 a permis à la Société de renforcer sa présence aux États-Unis, puis la prise d'une participation dans *IBM SoftLayer*, a consolidé sa position sur le marché des infrastructures *cloud*.

OVH est désormais l'un des plus grands fournisseurs de services *cloud* en Europe, avec une clientèle allant des PME aux grandes entreprises. En 2023, la société employait 3 000 personnes, principalement en Europe, tout en poursuivant son expansion mondiale.

OVH se distingue par son indépendance technologique et sa maîtrise des infrastructures, avec une approche *asset-light* pour les services, mais un investissement conséquent dans les infrastructures physiques. En tant qu'acteur européen indépendant, OVH propose des solutions *cloud* sécurisées, conformes aux réglementations locales sur la protection des données. Cette indépendance face

---

<sup>4</sup> Source : Document d'enregistrement universel OVH

<sup>5</sup> Source : Présentation aux investisseurs d'OVH du 17/01/2024

---

aux grandes plateformes américaines ou asiatiques, lui permet de garantir une transparence et une sécurité accrues à ses clients, dans un environnement où la confidentialité des données est primordiale.

Le modèle d'intégration verticale d'OVH lui permet de contrôler l'ensemble de la chaîne de valeur, de la fabrication des serveurs à la gestion des *datacenters* et services *cloud*, et lui confère un avantage compétitif. Ce modèle réduit les coûts variables, accroît la rentabilité et assure une agilité opérationnelle pour répondre rapidement aux besoins des clients.

L'intégration verticale implique toutefois une intensité capitalistique élevée, caractérisée par des investissements importants dans l'infrastructure physique, notamment les *datacenters*, les réseaux de fibre optique et les serveurs. Plus particulièrement, les *datacenters* requièrent des dépenses continues pour l'acquisition de nouveaux équipements, la maintenance des installations, ainsi que l'amélioration de l'efficacité énergétique pour rester compétitif.

Le modèle économique de la Société qui repose sur une stratégie d'investissement agressive implique une pression sur la rentabilité à court terme et nécessite de maintenir l'équilibre entre les dépenses d'investissement et la croissance des revenus. En mettant en œuvre ce modèle, fondé sur son expertise technique et son innovation constante, OVH est parvenu à maintenir sa position parmi les acteurs clés du *cloud* tout en investissant continuellement pour répondre aux besoins croissants de ses clients en matière de services numériques.

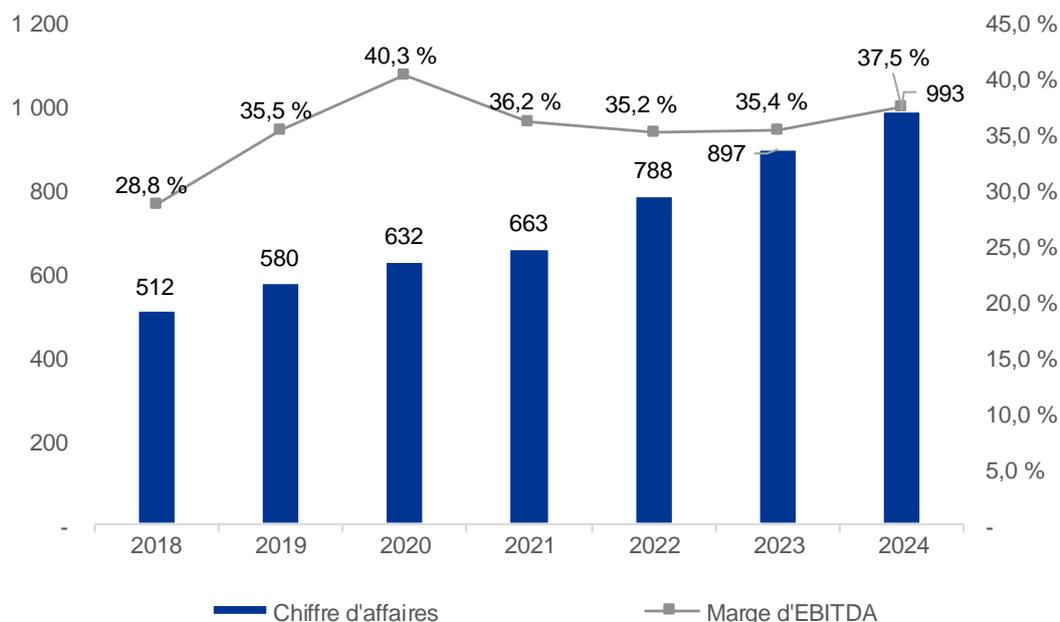
### **2.1.3. Un modèle résilient dans un environnement technologique en constante évolution**

La **Figure 2** montre la croissance continue et soutenue du chiffre d'affaires d'OVH depuis 2018, avec un TCAM de 9,9% sur la période 2018-2024. Dans le même temps, la marge d'EBITDA s'est stabilisée pour atteindre environ 36% sur les quatre dernières années.

Au cours de la pandémie Covid-19, OVH a maintenu ses opérations et connu une hausse de la demande pour ses services *cloud*, favorisée par l'accélération de la transformation numérique des entreprises. OVH a également optimisé ses infrastructures et amélioré ses offres logicielles pour renforcer ses capacités.

Au 31 août 2024, OVH a réalisé un chiffre d'affaires de 993 m€, réparti entre la France (49%), le reste de l'Europe (29%) et le reste du monde (22%).

**Figure 2 | Évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA depuis 2018**

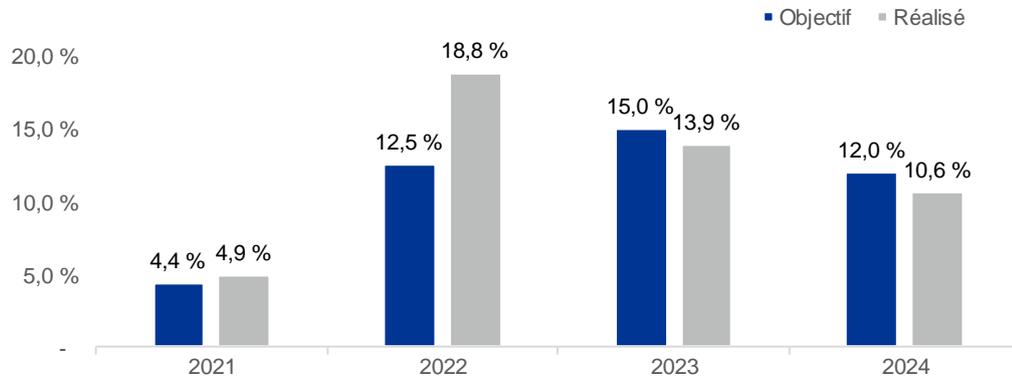


Source : Rapports annuels

Comme illustré en Figure 3 et Figure 4, sur les cinq dernières années, les performances d'OVH sont globalement alignées avec les objectifs annoncés, tant en termes de chiffre d'affaires que de marge d'EBITDA.

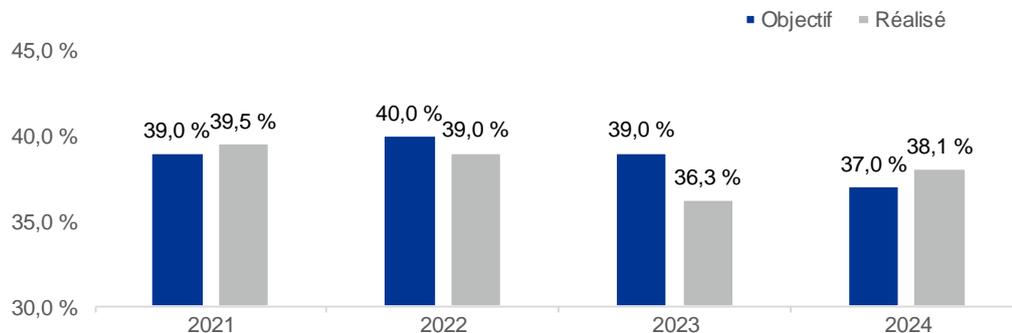


**Figure 3 | Comparaison entre la croissance du chiffre d'affaires réalisé et les objectifs annoncés**



Source : OVH

**Figure 4 | Comparaison entre la marge d'EBITDA réalisée et les objectifs annoncés**



Source : OVH

#### **2.1.4. Une société souveraine sur le cloud avec une clientèle diversifiée**

OVH se distingue par sa capacité à garantir la souveraineté des données, un enjeu crucial pour de nombreuses entreprises et institutions publiques en Europe. Grâce à ses *datacenters* répartis en Europe, OVH assure que les données de ses clients restent hébergées dans l'Union européenne. Cette approche répond aux préoccupations croissantes concernant la protection des données, en particulier dans des secteurs sensibles comme la santé, la finance et les services publics.

---

La protection des données est primordiale en Europe, notamment avec le RGPD, qui restreint les transferts de données vers des pays comme les États-Unis. De plus en plus d'entreprises européennes évitent ainsi les fournisseurs américains, soumis au *Cloud Act*. OVH, acteur européen indépendant, permet à ses clients de choisir où stocker leurs données parmi ses 37 centres dans le monde, tout en offrant des normes de sécurité élevées, adaptées aux secteurs sensibles.

OVH sert environ 1,6 million de clients, incluant des grandes entreprises, des entités publiques, des PME et des particuliers. Sa clientèle est diversifiée, les 50 plus grands clients représentant environ 10 % du chiffre d'affaires de 2023 et les 500 plus grands environ 24 %.

Les clients d'OVH peuvent être segmentés comme suit :

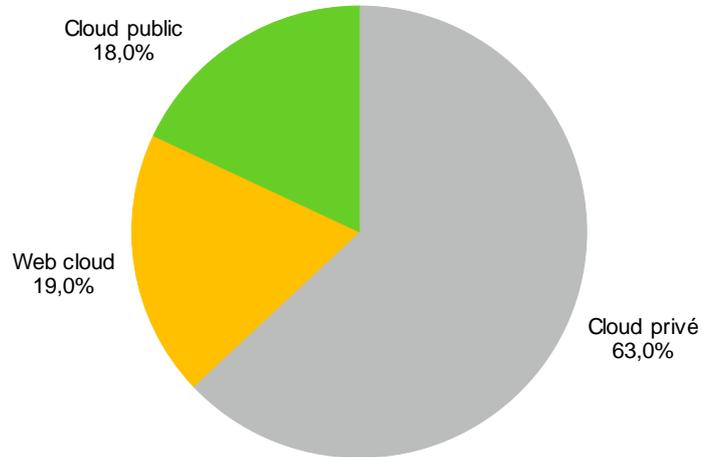
- **Technologies et logiciels** : OVH attire les entreprises « *cloud natives* » et les éditeurs de logiciels qui utilisent ses services pour héberger des solutions *PaaS* et *SaaS*. Ces clients, comme *Preligens*, *Unity*, *Odoo*, *Shift* ou *Mediarithmics*, sont sensibles à la personnalisation, à la sécurité des données et à l'indépendance vis-à-vis des fournisseurs.
- **Grandes entreprises, PME et entités publiques** : OVH séduit ces acteurs, en particulier ceux en transition vers le *cloud*, grâce à sa garantie de souveraineté des données et son modèle intégré. Parmi ces clients, on relève des entreprises comme *Société Générale*, *LVMH*, *Sopra Steria*, ainsi que des clients publics, tels que les ministères et les Hôpitaux de Paris.
- **Revendeurs, marque blanche (« *white labellers* ») et particuliers** : OVH propose des services *cloud* à des revendeurs et partenaires qui les commercialisent sous leur propre marque, comme *Publicis* et *GoDaddy*. Il développe aussi des partenariats en marque blanche, notamment via son offre *DataCenter-as-a-Service*, garantissant la souveraineté des données et la conformité au RGPD.

---

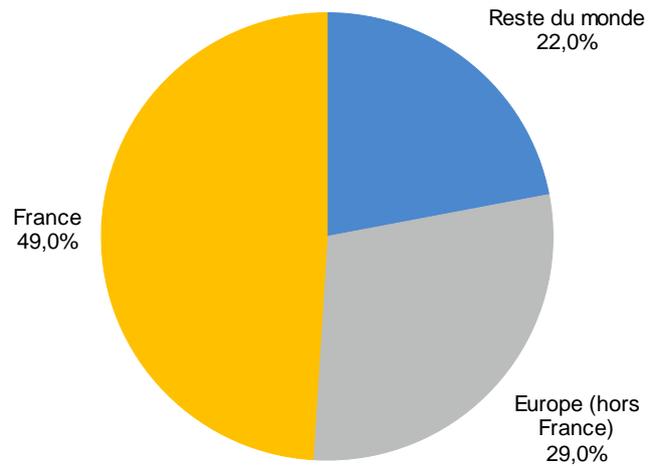
**Figure 5 | Répartition du CA par activité et par géographie en 2024**

---

Répartition du Chiffre d'affaires 2024 par activité



Répartition du Chiffre d'affaires 2024 par géographie



---

Source : Management, BNP Paribas



---

## 2.2. Vie boursière

### 2.2.1. Structure de l'actionariat

La Société est cotée sur le compartiment A d'*Euronext Paris* depuis le 15 octobre 2021. Elle affiche une capitalisation boursière d'environ 1,4 md€ au 21 octobre 2024 (soit 7,4 € par action).

La famille Klaba (et les entités qu'elle contrôle) détient 68,5% du capital et 68,8% des droits de vote de la Société. Depuis 2016, les sociétés *Spiral Holding S.C.A.* et *Spiral Holding B.V.*, détenues respectivement par des fonds gérés par *KKR & Co.* et *TowerBrook Capital Partners* détiennent chacune une participation représentant environ 6,3% du capital.

Le solde du capital est constitué par l'actionariat flottant (16,0%), les salariés (2,4%)<sup>6</sup> et l'auto-détention (0,5%).

---

<sup>6</sup> Dont 0,45% détenu par des dirigeants et administrateurs de la Société.

**Figure 6 | Structure du capital avant Opération**

	# actions	% du capital	# droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Famille Klabá	18 271 664	9,6 %	18 271 664	9,6 %
Digital scale SAS	41 181 267	21,6 %	41 181 267	21,7 %
Yellow Source	8 026 666	4,2 %	8 026 666	4,2 %
Deep Code	25 361 466	13,3 %	25 361 466	13,4 %
Bleu Source	24 026 666	12,6 %	24 026 666	12,7 %
Innolys	13 146 668	6,9 %	13 146 668	6,9 %
Invest Bleu	432 433	0,2 %	432 433	0,2 %
<b>Famille Klabá total</b>	<b>130 446 830</b>	<b>68,5 %</b>	<b>130 446 830</b>	<b>68,8 %</b>
Dirigeants	850 106	0,4 %	850 106	0,4 %
Salariés*	3 816 772	2,0 %	3 816 772	2,0 %
<b>Actionnariat salarié</b>	<b>4 666 878</b>	<b>2,4 %</b>	<b>4 666 878</b>	<b>2,5 %</b>
KKR	12 023 570	6,3 %	12 023 570	6,3 %
TowerBrook	12 023 570	6,3 %	12 023 570	6,3 %
Autres actionnaires	30 430 931	16,0 %	30 430 931	16,1 %
<b>Flottant</b>	<b>54 478 071</b>	<b>28,6 %</b>	<b>54 478 071</b>	<b>28,7 %</b>
<b>Autodétention</b>	<b>948 646</b>	<b>0,5 %</b>	-	-
<b>Total</b>	<b>190 540 425</b>	<b>100,0 %</b>	<b>189 591 779</b>	<b>100,0 %</b>

Source : OVH

Note\* : Comprenant 1 221 887 actions détenues par les salariés via le FCPE OVHcloud Shares

## 2.2.2. Liquidité du titre

Sur les douze mois précédant l'annonce de l'Offre, le total des volumes échangés cumulé s'établit à environ 41,1 millions d'actions représentant une valeur cumulée d'environ 274,9 m€.

**Figure 7 | Liquidité du titre au 21 Octobre 2024**

	VWAP (en €)	Voume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Volume échangé	Valeur (en m€)	% de capital	Volume échangé	Valeur (en m€)	% du capital	% capital flottant
Prix spot au 21/10/2024	7.38	245,990	1.8	0.1 %	245,990	1.8	0.1 %	0.8 %
1-mois	6.71	209,728	1.4	0.1 %	4,404,280	29.5	2.3 %	14.5 %
3-mois	6.30	136,334	0.9	0.1 %	8,998,020	56.7	4.7 %	29.6 %
6-mois	5.89	233,993	1.4	0.1 %	30,419,070	179.3	16.0 %	100.0 %
12-mois	6.68	161,360	1.1	0.1 %	41,146,710	274.9	21.6 %	135.2 %

Sources : Capital IQ, analyses Accuracy

Note\* : Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours de clôture pondérés par les volumes

Note\*\* : % capital flottant calculé sur la base de 30 430 931 actions, excluant les actions détenues par KKR et TowerBrook

## 2.2.3. Évolution historique du cours de bourse

La **Figure 8** présente l'évolution du cours de bourse d'OVH depuis son introduction en bourse en octobre 2021.

Le titre a connu une forte hausse en fin 2021, passant de 19,7 € le 15 octobre à 25,4 € le 31 décembre, atteignant ainsi son plus haut niveau de l'année. Cette augmentation de 25,1% en un mois a été stimulée par la publication des résultats annuels (clôture des comptes le 31 août) et l'annonce de plusieurs partenariats stratégiques en novembre et décembre (*Atos, Sopra Steria, EDF Renouvelables* et *Serco Europe*).

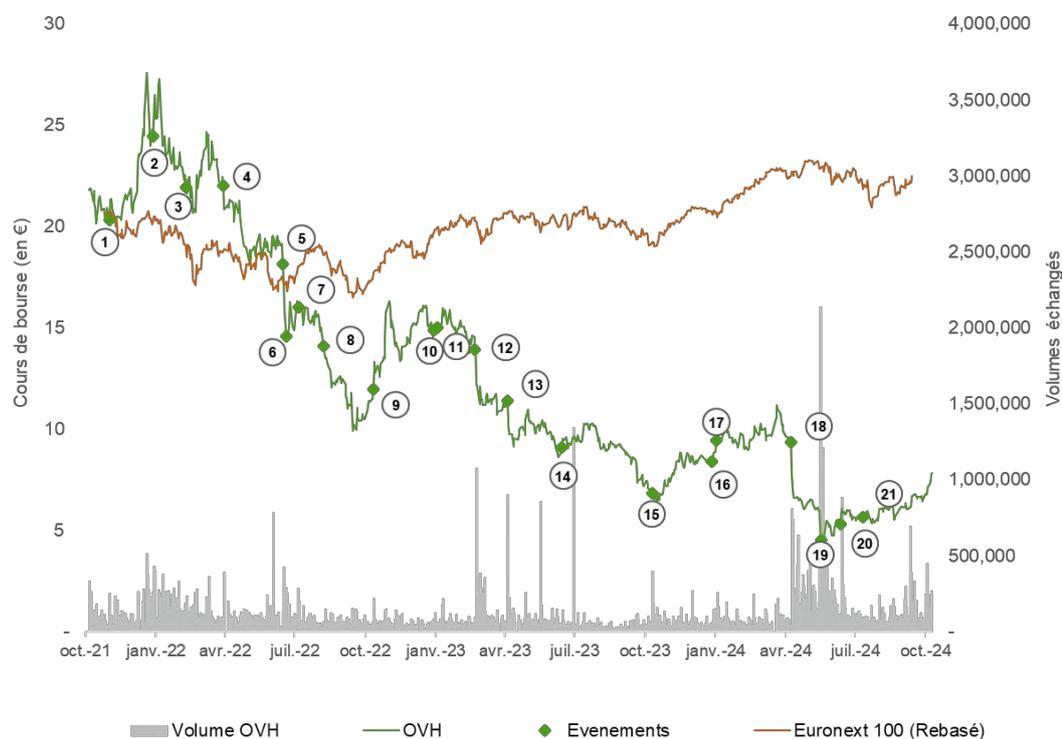
En 2022, dans un contexte économique et géopolitique difficile (conflit russo-ukrainien, inflation élevée, hausse des taux d'intérêt), le cours de l'action OVH a chuté de 42,1%, passant de 27,6 € le 3 janvier à 16,0 € le 30 décembre 2022.

En 2023, après un programme de rachat d'actions initié par la Société, la vente de 5 millions d'actions par les Investisseurs Financiers en mars et des révisions à la baisse des objectifs financiers, le titre a enregistré une forte baisse de 46,4%, passant de 16,1 € le 2 janvier 2023 à 8,6 € le 29 décembre 2023.

En 2024, le cours a rebondi au premier trimestre, mais a chuté de 29,4% en avril après une révision à la baisse des prévisions de chiffre d'affaires. Le 31 mai, il a atteint son plus bas historique à 4,5 €. Depuis, il a suivi une tendance haussière, atteignant 7,4 € au 21 octobre, soit une augmentation de 64,4 %.



Figure 8 | Évolution du cours de bourse depuis le 15 octobre 2021



Sources : Capital IQ, Analyses Accuracy



---

## Légende du graphique

- (1) 5 novembre 2021 : Publication des résultats annuels 2021 : Chiffre d'affaires de 663 m€ (+12% sur une base comparable) et EBITDA ajusté de 262 m€ (+15% sur une base comparable) soit une marge d'EBITDA ajustée de 39,5%. Objectifs de croissance de 10-15% du chiffre d'affaires en 2022, avec une marge d'EBITDA supérieure à 40%. Introduction en Bourse réussie avec un volume final de 450 m€.
- (2) 11 janvier 2022 : Publication des résultats du premier trimestre 2022 : Chiffre d'affaires de 187 m€ (+13,9%). Perspectives 2022 confirmées.
- (3) 23 février 2022 : Invasion de l'Ukraine par la Russie.
- (4) 13 avril 2022 : Publication des résultats du premier semestre 2022 : Chiffre d'affaires de 382 m€ (+14,3%) et EBITDA ajusté de 153 m€ (+11,0%), soit une marge d'EBITDA ajustée de 40,1%. Objectifs de croissance du chiffre d'affaires sur 2022 réhaussés à 15-17%, maintien de l'objectif de marge d'EBITDA supérieure à 40%.
- (5) 29 juin 2022 : Publication des résultats du troisième trimestre 2022 : Chiffre d'affaires de 200 m€ (+25,9%). Objectifs de croissance du chiffre d'affaires réhaussés à 16-18%, et maintien de l'objectif de marge d'EBITDA supérieure à 40%.
- (6) 4 juillet 2022 : Adoption du Digital Services Act et du Digital Markets Act.
- (7) 20 juillet 2022 : Première augmentation des taux d'intérêt de la BCE.
- (8) 22 août 2022 : Annonce de la démission du directeur financier. Hausse des coûts de l'électricité en Europe. Nouveaux plans de dépenses d'investissement supérieurs au consensus.
- (9) 25 octobre 2022 : Publication des résultats annuels 2022 : Chiffre d'affaires de 788 m€ (+18,8%) et EBITDA ajusté de 308 m€ (+17,4%), soit une marge d'EBITDA ajustée de 39%. OVH dépasse ses objectifs. Objectifs 2023 : croissance organique de 14-16% du chiffre d'affaires, marge d'EBITDA en ligne avec celle de 2022. Confirmation des objectifs à moyen terme avec une croissance organique annuelle aux alentours de 25%, marge d'EBITDA ajustée autour de 42%, capex récurrents et de croissance respectivement de 14-16% et 28-32%.
- (10) 12 janvier 2023 : Publication des résultats du premier trimestre 2023 : Chiffre d'affaires de 216 m€ (+11,7% sur une base comparable). Perspectives 2023 confirmées. Nomination de Stéphanie Besnier au poste de directrice financière.
- (11) 17 janvier 2023 : Premier programme de rachat d'actions : Signature avec un prestataire de service d'investissement (PSI) de mandats pour le rachat d'actions OVH Groupe, pour un montant maximum de 9 900 000 euros, sur une période allant du 18 janvier 2023 au 20 décembre 2023.
- (12) 7 mars 2023 : Faillite de la Silicon Valley Bank : KKR et TowerBrook, deux principaux actionnaires derrière la famille Klaba, vendent 5 millions d'actions avec une décote de 8%.
- (13) 18 avril 2023 : Publication des résultats du premier semestre 2023 : Chiffre d'affaires de 439 m€ (+12,8% sur une base comparable) et EBITDA ajusté de 156 m€ (-0,2% sur une base comparable), soit une marge d'EBITDA ajustée de 35,4%. Objectifs de croissance organique du chiffre d'affaires revus à la baisse à 13-14%, baisse de l'objectif de marge d'EBITDA supérieure à 36%.
- (14) 28 juin 2023 : Publication des résultats du troisième trimestre 2023 : Chiffre d'affaires de 228 m€ (+13,2% sur une base comparable). Nouveaux objectifs de croissance du chiffre d'affaires et de marge d'EBITDA confirmés pour 2023.
- (15) 24 octobre 2023 : Publication des résultats annuels 2023 : Chiffre d'affaires de 897 m€ (+13,4% sur une base comparable) et EBITDA ajusté de 325 m€ (+5,7%), soit une marge d'EBITDA ajustée de 36,3%. OVH atteint les nouveaux objectifs fixés en cours d'année mais pas ceux fixés au début de l'année. Objectifs 2024 et 2025 en dessous des objectifs à moyen terme fixés précédemment. Introduction d'objectifs de trésorerie.
- (16) 10 janvier 2024 : Publication des résultats du premier trimestre 2024 : Chiffre d'affaires de 240 m€ (+12,0% sur une base comparable). Perspectives 2024 confirmées.
- (17) 16 janvier 2024 : Journée Investisseurs : Présentation du plan stratégique « Shaping the Future » et des nouveaux objectifs financiers à horizon FY2026. Croissance organique annuelle de 11-13%. Marge d'EBITDA ajustée aux alentours de 39%. Investissements récurrents et de croissance respectivement de 12-14% et 16-18% du chiffre d'affaires du groupe. Free cash-flow positif.
- (18) 22 avril 2024 : Publication des résultats du premier semestre 2024 : Chiffre d'affaires de 486 m€ (+10,8% sur une base comparable) et EBITDA ajusté de 184 m€ (+19,6% sur une base comparable), soit une marge d'EBITDA ajustée de 37,9%. Génération de 14 m€ de cash. Objectifs de croissance organique du chiffre d'affaires pour 2024 revus à la baisse à 9-10%. Maintien de l'objectif de marge d'EBITDA et de génération de cash.
- (19) 20 mai 2024 : Vente de la famille Klaba d'environ 650 000 actions entre le 29 avril et le 20 mai

(20) 26 juin 2024 : Publication des résultats du troisième trimestre 2024 : Chiffre d'affaires de 251 m€ (+9,0% sur une base comparable). Nouveaux objectifs 2024 confirmés.

(21) 25 juillet 2024 : Deuxième programme de rachat d'actions : Signature avec un prestataire de service d'investissement (PSI) de mandats pour le rachat d'actions OVH Groupe jusqu'à un montant maximum de 10 m€ sur une période allant du 26 juillet 2024 au 31 décembre 2024.

#### 2.2.4. Suivi de l'action par les analystes financiers

Le titre *OVH* est suivi par une dizaine d'analystes financiers. Nous présentons dans le tableau ci-dessous uniquement les prix cibles des dernières notes publiées. Depuis mai 2024, 11 bureaux d'études ont publié une note sur la Société : *Citi, Bernstein, Kepler Cheuvreux, Goldman Sachs, Midcap Partners, Gilbert Dupont, Morgan Stanley, J.P. Morgan, CIC Market Solutions, Oddo BHF et Stifel*.

La Figure 9 présente les prix cibles communiqués par les analystes dans leurs dernières notes publiées avant l'annonce de l'Opération.

**Figure 9 | Prix cibles et recommandations avant annonce de l'Opération**

Date	Analystes	Recommandations	Objectifs de cours	Cours de référence	Potentiel de hausse	Prime induite par le prix d'Offre
10/10/2024	Citi	Conserver	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
07/10/2024	Bernstein	Acheter	€10,0	n.a.	n.a.	(10,0)%
24/09/2024	Kepler Cheuvreux	Acheter	€9,0	€6,1	46,6 %	-
02/09/2024	Goldman Sachs	Vendre	€5,5	€6,2	(10,9)%	63,6 %
19/07/2024	Midcap Partners	Vendre	€3,9	€5,7	(31,6)%	130,8 %
02/07/2024	Gilbert Dupont	Acheter	€15,5	€5,9	161,4 %	(41,9)%
27/06/2024	Morgan Stanley	Conserver	€6,6	€6,1	8,2 %	36,4 %
27/06/2024	J.P.Morgan	Acheter	€12,5	€5,3	134,5 %	(28,0)%
27/06/2024	CIC Market Solutions	Acheter	€12,0	€5,5	119,0 %	(25,0)%
27/06/2024	Oddo BHF	Conserver	€6,0	n.a.	n.a.	50,0 %
30/05/2024	Stifel	Conserver	€6,0	€6,0	0,5 %	50,0 %

Sources : *Citi, Bernstein, Kepler Cheuvreux, Goldman Sachs, Midcap Partners, Gilbert Dupont, Morgan Stanley, J.P. Morgan, CIC Market Solutions, Oddo BHF et Stifel*

Les analystes financiers affichent des opinions très hétérogènes sur le prix cible de l'action *OVH*, témoignant de leur divergence d'opinion sur les perspectives de développement de la Société.

Les cours cibles des analystes financiers font ressortir une fourchette d'estimations de la valeur des actions de la Société relativement large, comprise entre 3,9 € et 15,5 €.



---

### 2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

Les caractéristiques d'OVH détaillées précédemment (caractéristiques opérationnelles, structure du capital, marché du titre) ont des implications sur la mise en œuvre de l'approche multicritères en vue de l'estimation de la valeur des actions de la Société. Il convient d'en tenir compte de façon rigoureuse, tant dans l'examen des références disponibles (cours de bourse, transactions récentes) que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation (DCF, comparaisons boursières et transactions comparables).

S'agissant de la référence d'évaluation représentée par le cours de bourse (avant annonce de l'Opération), nous considérons que la liquidité observée sur le titre OVH au cours des douze derniers mois est modeste, la faible part du flottant de la Société et la forte volatilité de l'action limitent la pertinence de l'utilisation de cette référence pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, telle qu'elle sera définie en section 3.2 ci-après.

S'agissant des objectifs de cours des analystes (avant annonce de l'Opération), onze analystes financiers suivent la Société avec des recommandations et / ou des objectifs de cours. Si le nombre d'analystes à suivre la valeur est relativement important, la fourchette d'évaluations affichée est particulièrement large (comprise entre 3,9 € et 15,5 €). L'ampleur de cette fourchette témoigne vraisemblablement de la difficulté pour les analystes d'estimer la valeur d'une Société qui affiche un modèle unique et fortement capitalistique dans un secteur en pleine croissance. Dès lors, en raison de l'hétérogénéité des prix-cibles affichés par les analystes, nous considérons que ceux-ci ne peuvent constituer une référence fiable pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société.

S'agissant de la méthode DCF, en raison des tendances qui sous-tendent la croissance des marchés sur lesquels opère la Société et de l'effort d'investissement consenti par la Société, il semble pertinent de considérer que le potentiel de croissance dépasse l'horizon des prévisions établies par le Management dans le Plan d'Affaires (2025-2030). Il conviendra donc de retenir une période d'extrapolation. En effet, au terme du Plan d'Affaires, le marché du *cloud* devrait continuer à croître de manière importante tandis que le remplissage des capacités potentielles du parc de *datacenters* constitué sur la durée du plan n'est pas achevé. Au terme de la période d'extrapolation, nous serons amenés à nous interroger sur certains paramètres-clés du plan, et en particulier :

- le taux d'occupation des *datacenters*, créés sur la durée du Plan d'Affaires,
- le niveau d'investissement normatif de l'activité.

---

S'agissant de la méthode des comparaisons boursières, les sociétés comparables sont beaucoup plus diversifiées et le positionnement fortement intégré de la Société est unique dans le secteur. Dès lors, il est difficile de constituer un échantillon de sociétés cotées qui développent des modèles économiques comparables à celui d'*OVH*. La méthode des comparaisons boursières ne pourra donc pas être appliquée de manière satisfaisante et ses résultats ne pourront être considérés comme pertinents.

S'agissant de la méthode des transactions comparables, elle se heurte aux mêmes difficultés que la méthode des comparaisons boursières. Ses résultats ne pourront pas non plus être considérés comme pertinents.



---

### 3. Description de l'Offre et des modalités d'appréciation de l'équité de ses conditions financières

Après une description des principales caractéristiques de l'Offre et de ses motivations, la présente section a pour objet de présenter les modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

#### 3.1. Caractéristiques et motivations de l'Offre

##### 3.1.1. Caractéristiques de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, l'établissement présentateur, agissant au nom de la Société, va déposer un projet d'Offre auprès de l'AMF le 24 octobre 2024, sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions portant sur un maximum de 38 888 889 actions de la Société.

L'Offre est conditionnée à l'approbation de l'Assemblée Générale Mixte, convoquée pour le 4 décembre 2024, concernant la résolution autorisant une réduction de capital d'un montant total maximal de 38,9 m€ (valeur nominale), via le rachat par la Société d'un maximum de 38 888 889 de ses propres actions en vue de leur annulation (la « **Résolution de Réduction de Capital** »).

À l'issue de l'Assemblée Générale Mixte de la Société et sous réserve de l'approbation de la Résolution de Réduction de Capital, la Société proposera à ses actionnaires de racheter, en numéraire et au Prix d'Offre de 9,0 € par action, un nombre maximum de 38 888 889 actions de la Société par le biais d'une offre publique de rachat, en vue de leur annulation, conformément aux articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce.

##### 3.1.2. Motivations de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'une opération de refinancement global de la Société, permettant d'anticiper les échéances de remboursements prévues en 2026.

A l'issue de l'Offre, la famille Klabá, actionnaire majoritaire de la Société, devrait voir sa participation augmenter et atteindre entre 77%<sup>7</sup> et 81%<sup>8</sup> du capital en fonction du taux de réponse des autres actionnaires.

Les représentants de la famille Klabá nous ont par ailleurs indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention de procéder à un retrait obligatoire de la Société, étant précisé

---

<sup>7</sup> sur la base de la seule participation des Investisseurs Financiers à l'Offre

<sup>8</sup> sur la base de la participation de l'ensemble des actionnaires visés par l'Offre

---

qu'en toute hypothèse les conditions pour procéder à un tel retrait obligatoire ne seraient pas réunies par la famille Klabá à l'issue de l'Offre.

Par ailleurs, l'Offre devrait impacter de manière significative, en tout cas sur la durée du Plan d'Affaires, la structure financière de la Société. En particulier, en cas de plein succès de l'Offre (c'est-à-dire le rachat pour 350 m€ d'actions), le levier financier de la Société (en Valeur de Marché), soit le montant de l'endettement financier net rapporté à la valeur des capitaux propres sur la base d'une valeur de l'action de 6,7 € serait multiplié par 2,3, passant de 0,5 à 1,2<sup>9</sup>.

Nous comprenons de nos échanges avec le Management de la Société et ses principaux actionnaires (à savoir M. Octave Klabá et les Investisseurs Financiers) que l'Offre est motivée pour offrir aux actionnaires l'opportunité de vendre une fraction de leurs actions dans le cadre d'une transaction ordonnée. Cette motivation s'inscrit dans un contexte d'une performance dégradée de l'action en bourse et d'un marché du titre relativement peu liquide.

La famille Klabá apportera une quote-part mineure de sa participation afin de pouvoir participer au financement de ses autres projets d'entreprise. Cette deuxième motivation est toutefois limitée par la décision de la famille Klabá de participer à l'Offre à hauteur de 64 m€, soit une fraction inférieure à la quote-part de détention de la famille Klabá.

### **3.2. Modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre**

Dans ce contexte, l'objectif de l'Offre est de proposer un prix de sortie acceptable à tous les actionnaires minoritaires désireux de retrouver la liquidité pour une quote-part de leur investissement. En outre, comme indiqué dans la note d'information relative à l'Offre, il importe de souligner qu'aucun retrait de la cote n'est envisagé par l'actionnaire contrôlant au lendemain de l'Offre.

Dans un tel contexte, le caractère équitable des conditions financière de l'Offre et notamment du prix de rachat proposé, soit 9,0 € par action doivent, selon nous, respecter les trois conditions suivantes.

- Tous les actionnaires minoritaires désireux de présenter leurs titres doivent être en mesure de le faire et leurs demandes doivent faire l'objet d'un traitement identique.
- Les modalités de financement de l'Offre ne doivent pas remettre en question le développement normal de la Société ; en particulier, elles ne doivent pas augmenter le risque financier encouru par les actionnaires dans

---

<sup>9</sup> sur la base d'un CMPV 1 mois au 21 octobre 2024

- 
- une proportion telle qu'elles contreviendraient au libre choix des actionnaires en les incitant fortement à présenter leurs titres à l'Offre.
- Le prix d'offre doit refléter de manière satisfaisante la valeur des actifs et le potentiel de développement de la Société (la « **Valeur Intrinsèque** ») ; dans la mesure où les actionnaires visés par l'Offre sont libres de présenter ou de conserver leurs actions, le prix d'offre pourrait aussi intégrer de façon raisonnable le coût de la faible liquidité historique du titre en bourse.

S'agissant de la première condition, on peut d'ores et déjà affirmer qu'elle est respectée par la présente Offre qui s'adresse à tous les actionnaires minoritaires et qui, dans l'hypothèse d'un dépassement du nombre maximum de titres visés, prévoit un traitement égalitaire de tous les apporteurs via une réduction proportionnelle du nombre de titres détenus.

En ce qui concerne la deuxième condition, le financement de l'Offre va provoquer une augmentation très significative du niveau de levier financier de la société (mesuré comme le rapport entre l'endettement financier net et les capitaux propres, en valeurs de marché).

Après Opération, la dette nette d'OVH devrait atteindre 2,9x l'EBITDA LTM estimé en décembre 2024 et 0,6x en 2030 (**Figure 21** en Annexe 5).

S'agissant du ratio de couverture des intérêts (ICR – *Interest coverage ratio*)<sup>10</sup>, le ratio d'OVH s'élèverait à 11,4x à partir de décembre 2024 et devrait atteindre 11,3x en 2029 (Error! Reference source not found. en Annexe 5).

En termes de levier financier, l'endettement financier d'OVH après Opération devrait se situer dans la fourchette entre 0,8x (sur la base de la valeur des capitaux propres donnée par la fourchette haute de nos travaux d'évaluation – cf. *infra*) et 1,2x (sur la base de la valeur des capitaux propres donnée par le CPMV 1 mois au 21 octobre 2024, date du dernier arrêté comptable disponible).

Afin de nous assurer que cette nouvelle structure financière ne remettait pas en cause à court terme la santé financière de la Société, nous avons réalisé plusieurs tests dont les conclusions ont été présentées au Comité dans un courrier spécifique (*solvency opinion*). Les conclusions de ces tests sont les suivantes :

- Le « test de solvabilité » vise à déterminer si, suite à l'opération proposée, la valeur de marché des actifs de la Société reste supérieure à sa dette financière nette. Pour effectuer ce test, nous nous sommes appuyés sur les fourchettes d'estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société telle qu'elle sera définie et déterminée dans la section suivante. Pour toutes les références et méthodes d'évaluation retenues, les résultats sont positifs et

---

<sup>10</sup> Le ratio de couverture des intérêts est calculé en divisant l'EBITDA de l'entreprise par ses charges d'intérêts.

---

la situation financière de la Société ne semble pas être mise en danger à l'issue de l'opération envisagée.

- Le « test de marché » analyse la structure financière de la Société en la comparant à celles d'entreprises cotées comparables. Les résultats de ce test sont peu pertinents, car, comme on le verra dans la section suivante, il n'est pas possible d'identifier un échantillon de sociétés cotées présentant un modèle économique et des perspectives de développement suffisamment proches de ceux de la Société.
- Enfin, le « test de liquidité » vise à s'assurer que, à la suite de l'Offre, la Société sera toujours capable de faire face à ses obligations financières à venir (intérêts annuels et remboursement du capital). Nous avons réalisé ce test sur la base du Plan d'Affaires, ainsi que sur la base d'un plan dégradé communiqué par le Management. Dans les deux scénarios, la Société est en mesure de faire face à ses échéances. Toutefois, les deux scénarios supposent la capacité de la Société à refinancer sa dette en décembre 2026, puis en décembre 2029. En outre, dans le scénario défavorable, l'entreprise devra vraisemblablement puiser dans sa ligne de crédit polyvalente (*Multipurpose Credit Line*) pour couvrir ses besoins financiers (un total d'environ 10 millions d'euros sur 200 millions d'euros). Alternativement, d'après nos discussions avec le Management, nous comprenons que le Management a, en cas de problèmes de liquidité, la capacité de décaler une fraction significative de ses investissements et de mettre en œuvre des mesures d'économies, sans nuire de manière significative à la performance de l'entreprise.
- Au total, il ressort donc de ces analyses que la structure financière de la Société est raisonnable sur la durée du Plan d'Affaires.

Enfin, s'agissant de la troisième condition, la réponse reste suspendue aux résultats de l'évaluation multicritères qui est présentée ci-après.

---

## 4. Estimation de la Valeur Intrinsèque des actions OVH

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action OVH. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation AMF 2006-15 relative à l'expertise indépendante, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

### 4.1. Estimation de la valeur fondée sur les références d'évaluation disponibles

#### 4.1.1. Actif net comptable consolidé

Dans le cas présent, l'actif net comptable n'est pas considéré comme une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, notamment parce qu'il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité de la Société.

Au 31 août 2024, l'actif net comptable part du groupe de la Société s'établissait à 393,0 m€, soit 2,1 € par action<sup>11</sup>.

#### 4.1.2. Cours de bourse

Le cours de bourse est une référence pertinente pour estimer la valeur des actions d'une société cotée, sous réserve de l'efficience du marché du titre.

Comme indiqué en section 2.2, les conditions d'une bonne efficience du marché du titre OVH ne nous semblent pas totalement réunies. Le titre ne nous semble pas suffisamment liquide avec des volumes échangés qui restent modestes : 274,9 m€ échangés sur les 12 derniers mois et une rotation du flottant de 135,2% sur les 12 derniers mois. De plus, le flottant est faible (16% hors participations de KKR et TowerBrook). Ces deux facteurs expliquent les phénomènes de « *overhang* » observés sur le marché et qui pèsent sur le cours de bourse<sup>12</sup>.

Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse avant Opération ne constitue pas une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque des actions de la Société.

Nous observons cependant que le Prix d'Offre extériorise une prime significative par rapport au cours de bourse : entre -19,5 % et +98,3 %, selon que l'on

---

<sup>11</sup> Sur la base d'un nombre total d'actions de 189 591 779.

<sup>12</sup> L'*overhang* représente l'arrivée (ou la possible arrivée) d'un nombre important d'actions sur le marché qui, en raison d'une liquidité insuffisante, pèse sur le cours.

considère le cours de clôture au 21 octobre 2024, le cours moyen pondéré du dernier mois, des trois derniers mois, des six derniers mois ou des douze derniers mois, ou encore les prix *spot* minimum et maximum pendant les douze derniers mois.

**Figure 10 | Primes extériorisées par le Prix d'Offre**

	Cours de bourse moyen pondéré (en €)	Pirme induite par le Prix d'Offre
Prix spot au 21/10/2024	7.38	22.0 %
Dernier semaine	7.07	27.3 %
Dernier mois	6.71	34.2 %
3 derniers mois	6.30	42.9 %
6 derniers mois	5.89	52.7 %
12 derniers mois	6.68	34.7 %
Minimum 1 an (spot)	4.54	98.3 %
Maximum 1 an (spot)	11.18	(19.5)%

Source : *CapitallQ* au 21 octobre 2024

Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours de clôture pondérés par les volumes

#### **4.1.3. Prix cible des analystes financiers**

A titre d'information, comme détaillé dans 2.2.4, les cours cibles des analystes financiers font ressortir une fourchette d'estimations de la valeur des actions de la Société relativement large, comprises entre 3,9 € et 15,5 €.

#### **4.1.4. Transactions récentes sur le capital**

En mars 2023, les Investisseurs Financiers ont vendu 5 millions d'actions *OVH*, représentant environ 2,6% du capital total de la société. Les actions ont été vendues au prix de 12,90 €, soit une décote d'environ 7,9% par rapport au cours de clôture de la veille, le 8 mars 2023. Suite à cette vente, leur participation respective est passée de 7,6% à 6,3%. Après cette annonce, le cours de l'action *OVH* a chuté de 11,14%, provoquant une volatilité importante sur le marché.

Entre le 29 avril 2024 et le 20 mai 2024, la famille Klaba a vendu environ 650 000 actions à des prix allant de 6,13€ à 6,62€.

---

## 4.2. Estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

### 4.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « valeur d'entreprise »), (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation courants, et enfin (iii) par le solde entre ces composantes, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actifs et passifs hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais s'avèrent, dans la pratique, trop délicates à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur des capitaux propres. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la société évaluée, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités d'OVH sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir (i) la méthode DCF (pour *Discounted Cash Flows*), (ii) la méthode des comparaisons boursières et (iii) la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (section 4.4 et 4.5), les deux dernières méthodes, qui relèvent de l'approche analogique de l'évaluation, ne permettent pas d'obtenir des résultats suffisamment pertinents pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque.

Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF, nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires élaboré par le Management. Ce Plan d'Affaires couvre la période 2025-2030.

Avant d'exposer les résultats des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre, nous présentons les deux autres éléments qui permettent d'estimer la Valeur Intrinsèque de l'action OVH, à savoir (i) les modalités d'estimation de l'endettement financier net et des autres actifs et passifs hors exploitation

---

courante (section 4.2.2) et (ii) la détermination du nombre d'actions de la Société (section 4.2.3) à la date d'évaluation.

#### **4.2.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante à la date d'évaluation**

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur de marché des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur le dernier bilan d'OVH disponible à la date des présentes, à savoir les comptes annuels au 31 août 2024, non audités.

Par commodité, la date d'évaluation retenue pour l'actualisation des flux dans le cadre de la méthode DCF est le 31 août 2024.

##### Endettement financier net au 31 août 2024 (hors IFRS 16)

La dette financière brute d'OVH au 31 août 2024 s'élève à 708,1 m€ (hors IFRS 16). Après déduction de la trésorerie et équivalents de trésorerie de 40,9 m€ et des instruments financiers de couverture de 9,1m€, l'endettement financier net au 31 août 2024 s'établit à 658,1 m€.

##### Provisions après impôts

La Société affiche un montant de provisions pour risques et charges de 20,2 m€ et un montant de provisions pour retraite de 9,8 m€ au 31 août 2024

Nous comprenons des échanges avec le Management que le Plan d'Affaires prévoit sur les deux premières années un décaissement de 10 m€ lié à l'incendie de Strasbourg en mars 2021. Le Plan d'Affaires intègre également l'étalement, sur toute la durée du plan, des décaissements relatifs à 7,1 m€ de provisions pour engagement envers les salariés.

Ainsi, le montant des provisions, après impôt, non pris en compte dans les flux et intégré dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, est estimé à 10,7 m€.

##### Autres passifs financiers non-courant

La Société enregistre un montant de passif financiers non-courant de 15,6 m€ au 31 août 2024.

##### Actifs immobilisés financiers

Au 31 août 2024, la Société présente un montant de 1,6 m€ d'actifs immobilisés financiers, comprenant les prêts, sûretés et autres actifs financiers, qui

---

correspondent aux dépôts et cautionnements versés dans le cadre de locations d'immeubles d'exploitation.

### Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables

La Société a enregistré des pertes au cours des années précédentes, le stock de déficits fiscaux reportables s'élevant à 49,5 m€ au 31 août 2024.

Pour estimer les économies fiscales afférentes à ces déficits, nous avons simulé leur utilisation en considérant les résultats imposables futurs de la Société, sans limitation dans le temps et sur la base du taux d'impôt en vigueur en France. La valeur actuelle de ces économies fiscales a ensuite été déterminée en utilisant le même taux d'actualisation que celui retenu pour actualiser les *free cash flows* en vue de l'estimation de la valeur d'entreprise (*cf. infra*).

La valeur des déficits fiscaux reportables s'établit ainsi à 12,0 m€ à fin août 2024.

### Synthèse

La Figure 11 présente une synthèse des éléments retenus pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

**Figure 11 | Dette nette et autres passifs hors exploitation au 31 août 2024**

en m€	31/08/2024
Dette financière	(708)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	41
Instruments de couverture nets	9,1
<b>Dette financière nette</b>	<b>(658)</b>
Provisions après impôts	(11)
Autres passifs financiers non courants	(16)
Autres actifs financiers non courants	2
Valeur des déficits fiscaux reportables	12
<b>Dette financière nette et autres passifs hors exploitation</b>	<b>(671)</b>

Sources : Management, analyse Accuracy

#### **4.2.3. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur unitaire des actions à partir de la valeur estimée des capitaux propres**

A la date d'annonce de l'Opération, le capital social de la Société est divisé en 190 540 425 actions ordinaires entièrement libérées.

Le Conseil d'administration d'OVH a attribué un total de 3 334 095 actions gratuites, non-encore acquises, au titre des plans d'actions gratuites de

---

décembre 2022 et de décembre 2023. Au 21 octobre 2024, le nombre d'actions attribuées non-encore acquises s'établit à 2 820 004<sup>13</sup>.

Au 31 août 2024, la société détient 948 646 de ses propres actions.

Ainsi, le nombre total d'actions intégrant également la dilution potentielle est de 192 411 783 actions.

### **4.3. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF**

#### **4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels**

##### Période couverte par le Plan d'Affaires

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2025-2030 s'est appuyée sur les données du Plan d'Affaires, dont les principales hypothèses sont présentées ci-après.

##### S'agissant du chiffre d'affaires par branche d'activité :

- Activité *Cloud* public : la croissance prévue par le Management sur la durée du Plan d'Affaires est conforme à celle du marché mondial, estimée à 20% par an sur la période 2023-2027<sup>14</sup>.
- Activité *Cloud* privé : les prévisions de croissance suivent celles du marché mondial, environ 10%<sup>15</sup> par an.
- Activité *Webcloud* : la croissance anticipée est de 1,4%, en deçà du marché mondial, estimé à 5%<sup>16</sup> par an.

En 2030, à l'horizon du Plan d'Affaires, le Management prévoit une sous-utilisation de son parc de *datacenters* avec un taux d'occupation de seulement 69% (nombre d'unités de *rack*<sup>17</sup> utilisées sur le nombre total d'unités de *rack* disponibles dans le *datacenter*). Ce taux d'occupation devrait augmenter au fil du Plan d'Affaires à mesure que la Société vend ses capacités de calcul.

S'agissant de la rentabilité, le Management prévoit une amélioration de la marge par rapport aux niveaux historiques, principalement grâce à une meilleure absorption des coûts fixes par la croissance du chiffre d'affaires.

S'agissant des investissements, le Management entend maintenir un effort d'investissement important tout au long du Plan d'Affaires pour soutenir la forte

---

<sup>13</sup> 1 028 274 actions au titre du plan d'actions gratuites de décembre 2022 et 1 791 730 actions au titre du plan d'actions gratuites de décembre 2023.

<sup>14</sup> Source : Document d'enregistrement universel OVH

<sup>15</sup> Source : Document d'enregistrement universel OVH

<sup>16</sup> Présentation aux investisseurs d'OVH du 17/01/2024

<sup>17</sup> Une unité de rack, ou "U", est une mesure standard utilisée pour décrire la hauteur des équipements montés dans un rack de serveur. Chaque unité de rack mesure 1,75 pouce (environ 44,45 mm) de hauteur.

---

croissance attendue. Entre 2025 et 2030, les investissements annuels représenteront environ 30% du chiffre d'affaires.

La rotation d'actif (chiffre d'affaires rapporté à l'actif économique) progresse continuellement sur la durée du Plan d'Affaires, passant de 1,0x en 2025 à 1,4x en 2030.

La rentabilité sur capitaux employés (ou ROCE) attendue à l'horizon du Plan d'Affaires ressort à environ 12 % après impôts, soit une rentabilité légèrement supérieure à celle exigée sur une telle activité (ou coût d'opportunité du capital estimé à 9,85% en section 4.3.3.). Ce supplément de rentabilité, aussi appelé « **Rente Economique** », nous semble modeste et ne reflète vraisemblablement pas la rentabilité marginale attendue des investissements réalisés sur la période du Plan d'Affaires.

#### Période d'extrapolation (2031-2033)

Nous avons considéré une période d'extrapolation de trois ans afin de refléter le potentiel de croissance des investissements réalisés sur la période 2025-2030 au-delà de l'horizon du Plan d'Affaires. En effet, au terme du Plan d'Affaires, la croissance du marché du *cloud* devrait continuer à croître de manière importante tandis que le remplissage des capacités potentielles du parc de *datacenters* constitué sur la durée du plan n'est pas achevé.

Selon nous, les deux principaux paramètres de la modélisation des flux sur la période d'extrapolation et l'année normative concernent :

- le taux d'occupation des *datacenters* créés sur la durée du Plan d'Affaires,
- le niveau d'investissement normatif de l'activité.

Afin de retranscrire l'incertitude sur ces paramètres, nous avons modélisé deux scénarios de développement ayant des incidences, détaillées ci-après, sur la période d'extrapolation et le flux normatif.

Dans le premier scénario (le « **Scénario Haut** »), nous avons supposé (i) une augmentation progressive du taux d'occupation après 2030 pour atteindre 90% en 2033 et (ii) une rotation d'actif économique de 1,75x. L'objectif de 90% d'occupation correspond à l'objectif fixé par le Management au moment du lancement d'un nouveau centre. La rotation d'actif de 1,75x est, quant à elle, calculée en rapportant le chiffre d'affaires à plein potentiel (90% de taux d'occupation) à l'actif économique atteint à la fin du Plan d'Affaires.

Dans le second scénario (le « **Scénario Bas** »), plus pessimiste, le taux d'occupation atteindrait progressivement 85% en 2033. En conséquence, la rotation ressort alors à 1,65x.

---

Les autres hypothèses sur la période d'extrapolation dans les deux scénarios peuvent être résumées ainsi :

- le BFR est maintenu à 49 jours de chiffre d'affaires,
- le taux d'imposition est maintenu sur toute la période au niveau pris en compte sur la durée du plan (25,8 %),
- la marge d'EBITDA ajustée sur le chiffre d'affaires (avant IFRS 16) est maintenue au même niveau qu'en 2030 (soit 39,2 %),
- la durée d'amortissement des actifs corporels est de 5 ans.

Les autres hypothèses retenues pour la période d'extrapolation sont en ligne avec les hypothèses du Plan d'Affaires.

A l'issue de la période d'extrapolation, la rentabilité des capitaux employés s'établit à 21% dans le Scénario Bas et 23% dans le Scénario Haut. Nous estimons que la Rente Economique générée par *OVH* doit être appréciée à la lumière des points suivants :

- La stratégie d'intégration verticale de longue date de la Société lui permet (i) de maîtriser les coûts sur toute la chaîne d'approvisionnement, (ii) d'offrir des prix compétitifs et (iii) de proposer un haut niveau de personnalisation ainsi que des délais de mise en service appréciés par les clients.
- La présence physique des installations de la Société dans plusieurs pays européens garantit la souveraineté des données pour les clients cherchant des alternatives aux *hyperscalers* américains soumis au « *US Cloud Act* ».

Ces deux éléments devraient protéger *OVH* contre une érosion significative de sa rentabilité à long terme et justifient le maintien du niveau de rente observé dans les deux scénarios au terme de la période d'extrapolation pour la détermination ci-après du flux normatif et de la valeur terminale.

#### **4.3.2. Détermination d'une valeur terminale**

La valeur terminale au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit 2034), a été déterminée par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 2,25 %. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme dans la Zone Euro et est cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (cf. section 4.3.3).

Le reste des hypothèses retenues pour la détermination du flux de trésorerie normatif est en ligne avec les hypothèses du Plan d'Affaires et de la période d'extrapolation.

---

### 4.3.3. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie espérés de la Société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le *pool* de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital ( $k_a$ ) est égal à :

$$k_a = R_F + \beta_a \times PRM$$

où :  $R_F$  = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

$\beta_a$  = coefficient bêta de l'activité

$PRM$  = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

#### Coefficient bêta de l'activité ( $\beta_a$ )

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur

---

d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le  $R^2$  est supérieur à 10% sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente à l'aide de la formule de Harris et Pringle qui reflète une vision prudente des effets bénéfiques de la dette.

Les indices de référence utilisés sont les indices *S&P 500 USA* pour les sociétés américaines, *STOXX Europe 600* pour les sociétés européennes, *TOPIX Index* pour les sociétés japonaises, *TAIEX Index* pour les sociétés taiwanaises et le *KOSDAQ Composite Index* pour les entreprises sud-coréennes.

A bien des égards, il est difficile d'identifier des sociétés proches d'*OVH*, compte tenu de son niveau d'intensité capitalistique comparé aux autres acteurs du secteur et de la plus grande diversification des services offerts.

Nous avons considéré un premier sous-échantillon de sociétés comparables (le « **Sous-Echantillon 1** ») présentées en section 4.4.2., composé des sociétés *DigitalOcean*, *WiiT*, et *Rackspace*, dont les activités se concentrent sur la prestation de services *cloud*, principalement *IaaS* et *Paas*. Nous avons également considéré un deuxième sous-échantillon (le « **Sous-Echantillon 2** ») composé des sociétés *GoDaddy*, *Wix.com* et *IONOS*, dont les activités se concentrent sur la création, l'hébergement et la gestion de sites Internet.

La **Figure 12** présente les coefficients bêta obtenus pour l'échantillon de sociétés ainsi retenues.

**Figure 12 | Échantillons de sociétés comparables – Calcul des coefficients bêta désendettés**

Société	Capital. boursière	Equity Betas				R <sup>2</sup> of equity betas				Unleverred betas			
		2y	3y	4y	5y	2y	3y	4y	5y	2y	3y	4y	5y
<b>Sous-Echantillon 1</b>													
DigitalOcean	3 334	2,2	2,3	1,8	n.a.	29 %	34 %	22 %	n.a.	1,8	2,0	1,6	n.a.
Wii	583	1,2	1,5	1,7	1,5	19 %	27 %	37 %	27 %	1,0	1,2	1,4	1,3
Rackspace Tech.	497	3,3	2,1	2,0	n.a.	22 %	18 %	17 %	n.a.	0,8	0,7	0,7	n.a.
<b>Moyenne Sous-Echantillon 1</b>		<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>23 %</b>	<b>26 %</b>	<b>25 %</b>	<b>27 %</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<b>Sous-Echantillon 2</b>													
GoDaddy	19 816	1,5	1,2	1,1	1,1	46 %	44 %	32 %	38 %	1,2	1,0	0,9	1,0
Wix.com	8 389	1,4	1,4	0,9	1,2	21 %	23 %	10 %	15 %	1,4	1,4	0,9	1,2
IONOS Group	3 119	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Moyenne Sous-Echantillon 2</b>		<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>34 %</b>	<b>34 %</b>	<b>21 %</b>	<b>27 %</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>
<b>Moyenne</b>		<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>27 %</b>	<b>29 %</b>	<b>24 %</b>	<b>27 %</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
<b>Médiane</b>		<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>22 %</b>	<b>27 %</b>	<b>22 %</b>	<b>27 %</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>

Source : Capital IQ au 30 septembre 2024

Note : n.a. correspond aux coefficients bêta dont le R<sup>2</sup> est inférieur à 15 %

Au 30 septembre 2024, les coefficients bêta estimés des sociétés des deux sous-échantillons analysés sur une période d'estimation longue (5 ans) sont compris entre 1,0 et 1,3, pour une moyenne qui s'établit à 1,1 et une médiane à 1,2.

Ce niveau de coefficients bêta, issu d'une approche quantitative, est cohérent avec celui qui peut être appréhendé au travers d'une approche qualitative. En effet, les deux déterminants du risque systématique qui pèse sur une activité (et donc sur son coefficient bêta) sont, d'une part, la sensibilité à la conjoncture économique, et d'autre part, son levier opérationnel.

S'agissant de la sensibilité à la conjoncture, nous estimons que l'activité de *cloud computing* devrait présenter un niveau de dépendance à la conjoncture économique légèrement supérieur à la moyenne. Nous considérons par ailleurs que l'activité *Cloud privé*, qui représente une part significative de l'activité d'*OVH*, est moins sensible que l'activité *Cloud public* et *Webcloud*.

S'agissant du levier opérationnel, le niveau d'intégration d'*OVH*, supérieur à ceux des sociétés comparables retenues, lui confère un niveau levier opérationnel supérieur.

Nous retenons ainsi, un coefficient bêta de l'activité de 1,2, légèrement supérieur à la moyenne des coefficients bêta désendettés sur 5 ans observés.

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 9,85%, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times PRM] = 3,25 \% + [1,2 \times 5,5 \%] = 9,85 \%$$

#### 4.3.4. Résultats de la méthode

La **Figure 13** présente le calcul de la valeur des actions d'OVH et l'estimation de la Valeur Intrinsèque par action qui en résulte.

**Figure 13 | Valeur Intrinsèque des capitaux propres d'OVH**

en m€	Scénario Bas	Scénario Haut
Valeur des flux actualisés	553	591
Valeur terminale actualisée	1 597	1 827
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>2 150</b>	<b>2 418</b>
Dette financière nette et autres passifs hors exploitation	(671)	(671)
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>1 479</b>	<b>1 747</b>
Nombre d'actions retenu	192 411 783	192 411 783
<b>Valeur Intrinsèque par action (€)</b>	<b>7,7</b>	<b>9,1</b>
<i>Prime induite par le Prix d'Offre</i>	<i>17,1 %</i>	<i>(0,9)%</i>

Source : Accuracy

La méthode DCF fait ressortir une Valeur Intrinsèque des capitaux propres d'OVH au 31 août 2024, comprise entre 1 479 m€ et 1 747 m€, soit entre 7,7 € et 9,1 € par action.

Sur cette base, le Prix d'Offre de 9,0 € proposé par l'Initiateur à l'ensemble des actionnaires de la Société extériorise des primes et décotes comprises entre +17,1 % et -0,9 %.

A titre informatif, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur deux paramètres à même d'impacter les résultats de l'évaluation, à savoir : (i) la rotation de l'actif économique et (ii) le taux d'occupation cible.

**Figure 14 | Analyse de sensibilité à la Valeur Intrinsèque par action**

		Taux d'occupation cible				
		95,0 %	90,0 %	87,5 %	85,0 %	82,5 %
Rotation de l'actif économique	1,80	10,1	9,5	9,1	8,8	8,5
	1,75	9,7	9,1	8,8	8,5	8,1
	1,70	9,3	8,7	8,4	8,1	7,8
	1,65	8,9	8,3	8,0	7,7	7,4
	1,60	8,4	7,8	7,6	7,3	7,0

Source : Accuracy

Il ressort de cette analyse que le Prix d'Offre est proche de la valeur de la Société dans un scénario managérial volontariste qui repose sur le maintien *ad vitam* d'une rentabilité économique élevée.

---

Pour rappel, nous utilisons un taux de croissance perpétuelle de 2,25% par an, en ligne avec l'hypothèse de taux d'inflation long terme retenue dans les composantes du taux d'actualisation. Pour le calcul de la valeur terminale, nous ne considérons donc pas de croissance du flux de trésorerie en termes réels.

Pour information, nous avons également estimé l'impact d'une modification du taux de croissance perpétuelle sur les résultats obtenus en Scénario Haut et Scénario Bas, toutes choses égales par ailleurs. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 1,75%, la valeur unitaire des actions d'OVH s'établirait à 7,1 € en Scénario Bas et 8,4 € en Scénario Haut. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 2,75%, la valeur unitaire des actions d'OVH s'établirait à 8,3 € en Scénario Bas et 9,8 € en Scénario Haut.

L'analyse de la sensibilité de notre estimation de la Valeur Intrinsèque par action au taux de croissance perpétuelle et au coût du capital est présentée en **Figure 22** (Annexe 6).

#### **4.4. Estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société via la méthode des comparaisons boursières**

La méthode des comparaisons boursières consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples sur la base desquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants de la société étudiée.

Ces multiples sont calculés à partir de la capitalisation boursière de sociétés présentant (i) un profil de risque (donc un portefeuille d'activités et une exposition géographique) et (ii) une croissance bénéficiaire comparable à celle de la société évaluée, soit les deux paramètres qui conditionnent au premier chef le niveau des multiples d'EBITDA et d'EBIT.

La pertinence de cette méthode repose entièrement sur la capacité à constituer un échantillon de sociétés comparables en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi en termes de stabilité et de régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de la méthode (en général données prévisionnelles sur deux ou trois ans). Dans le cas d'OVH, l'échantillon de sociétés comparables présente des profils de rentabilité et d'intensité capitalistique très différents de ceux d'OVH, ce qui limite de manière significative la pertinence de la méthode.

##### **4.4.1. Choix des multiples pertinents**

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières, nous avons écarté le multiple de résultat net (PER – *Price Earning Ratio*) qui ne permet pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. De la même

---

manière, nous avons également écarté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. Par ailleurs, afin de gommer les différences en matière d'intensité capitalistique et de recours à la capitalisation des coûts de R&D, nous privilégions les multiples d'EBIT et d'EBITDA-Capex aux multiples d'EBITDA.

Les agrégats retenus correspondent aux agrégats financiers avant application de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes). Les agrégats du consensus pour les sociétés comparables ont, le cas échéant, été ajustés pour satisfaire cette définition. Les agrégats de la Société, comme ceux des sociétés cotées comparables, ont été calendarisés sur la base d'une année civile.

#### **4.4.2. Sélection de l'échantillon de sociétés comparables**

Dans une première étape, nous avons cherché à identifier des sociétés ayant une activité proche de celle d'OVH. Comme mentionné précédemment, il est difficile d'identifier de telles sociétés cotées.

Nous nous sommes appuyés pour cette étape sur un échantillon de sociétés exerçant des activités comparables au segment *Cloud* privé et *Cloud* public d'une part et *Webcloud* d'autre part. L'échantillon constitué de six sociétés peut ainsi se scinder en deux sous-échantillons :

- Sous-Echantillon 1 : les sociétés ayant une activité proche du cœur de métier d'OVH, exerçant des activités comparables au segment *Cloud* public et du *Cloud* privé.
- Sous-Echantillon 2 : les sociétés exerçant des activités comparables au segment *Webcloud* d'OVH.

Nous n'avons pas retenu les grands groupes américains *Amazon*, *Microsoft* et *Google* (les « *hyperscalers* ») pourtant *leaders* du secteur du *cloud computing* au niveau mondial en raison de leur taille et de leur degré de diversification en termes d'activités et de services.

La **Figure 15** présente ci-après les principaux agrégats opérationnels des sociétés de l'échantillon.

**Figure 15 | Échantillon de sociétés comparables – Agrégats opérationnels**

Société	Capi. boursière	Valeur Entreprise	Dette fi. nette	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT			Croissance de l'EBIT		
				2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
DigitalOcean	3 334	4 265	931	25 %	27 %	30 %	25 %	25 %	26 %	187 %	13 %	18 %
Wit	583	791	208	32 %	34 %	36 %	19 %	21 %	23 %	55 %	25 %	16 %
Rackspace Tech.	497	3 218	2 721	6 %	8 %	n.a.	4 %	5 %	n.a.	(284)%	48 %	n.a.
GoDaddy	19 816	22 653	2 836	29 %	30 %	32 %	19 %	21 %	24 %	35 %	19 %	21 %
Wix.com	8 389	8 183	(206)	18 %	22 %	24 %	19 %	22 %	25 %	5472 %	34 %	25 %
IONOS Group	3 119	4 259	1 141	28 %	29 %	30 %	22 %	23 %	24 %	19 %	15 %	13 %
<b>Moyenne</b>	<b>5 956</b>	<b>7 228</b>	<b>1 272</b>	<b>23 %</b>	<b>25 %</b>	<b>30 %</b>	<b>18 %</b>	<b>20 %</b>	<b>24 %</b>	<b>914 %</b>	<b>26 %</b>	<b>18 %</b>
<b>Médiane</b>	<b>3 226</b>	<b>4 262</b>	<b>1 036</b>	<b>26 %</b>	<b>28 %</b>	<b>30 %</b>	<b>19 %</b>	<b>22 %</b>	<b>24 %</b>	<b>45 %</b>	<b>22 %</b>	<b>18 %</b>
<b>OVH</b>				<b>34 %</b>	<b>35 %</b>	<b>35 %</b>	<b>3 %</b>	<b>7 %</b>	<b>9 %</b>	<b>(337)%</b>	<b>145 %</b>	<b>34 %</b>

Source : CapitalIQ au 30/09/2024

Ce tableau appelle les observations suivantes de notre part :

- Les sociétés présentent, en moyenne, des niveaux de marge d'EBITDA légèrement inférieurs à ceux d'OVH, tandis qu'elles présentent des marges d'EBIT bien supérieures, reflet de l'importance de la charge capitalistique supportée par OVH.
- L'entreprise *Rackspace Technology* fait face à des difficultés financières avec une baisse significative de 17% du chiffre d'affaires dans le secteur du *cloud* privé au cours du deuxième trimestre 2024. Cette baisse est attribuée à la forte concurrence dans le secteur des services *cloud*, à l'évolution technologique rapide et à la pression sur les marges.

Au terme de cette analyse, il s'avère donc qu'aucune société ne présente un profil de risque et des perspectives de croissance bénéficiaire qui soient raisonnablement comparables à OVH.

#### **4.4.3. Mise en œuvre et résultats de la méthode des comparaisons boursières**

Comme expliqué ci-dessus, la méthode repose sur les multiples d'EBITDA-Capex et d'EBIT. Ces multiples ont été calculés sur la base des éléments suivants :

- Au numérateur (EV), pour le calcul des valeurs d'entreprise on somme : (i) la capitalisation boursière au 30 septembre 2024, (ii) la dette financière nette retraitée de l'impact de la norme IFRS 16 et (iii) les autres éléments de dettes.
- Au dénominateur, pour le calcul des agrégats : on retient les prévisions de l'EBITDA, des capex et de l'EBIT calendaires (sur 12 mois) sur la base du consensus des analystes financiers disponibles au 30 septembre 2024 et ajustées de l'impact des normes IFRS 16.



Ci-dessous la **Figure 16** qui illustre les multiples boursiers retenus, à savoir les moyennes 2025 et 2026 pour l'EBIT et l'EBITDA-Capex.

**Figure 16 | Échantillon de sociétés comparables – Multiples boursiers**

Société	Capi. boursière	Valeur Entreprise	Dettes nettes	EV/EBIT			EV/(EBITDA-Capex)		
				2024	2025	2026	2024	2025	2026
DigitalOcean	3 334	4 265	931	25 x	22 x	19 x	152 x	79 x	38 x
WiiT	583	791	208	26 x	21 x	18 x	32 x	22 x	19 x
Rackspace Tech.	497	3 218	2 721	35 x	24 x	n.a.	341 x	45 x	n.a.
GoDaddy	19 816	22 653	2 836	29 x	24 x	20 x	20 x	17 x	15 x
Wix.com	8 389	8 183	(206)	27 x	20 x	16 x	31 x	21 x	17 x
IONOS Group	3 119	4 259	1 141	13 x	11 x	10 x	13 x	11 x	10 x
<b>Moyenne</b>	<b>5 956</b>	<b>7 228</b>	<b>1 272</b>	<b>26 x</b>	<b>20 x</b>	<b>17 x</b>	<b>98 x</b>	<b>33 x</b>	<b>20 x</b>
<b>Médiane</b>	<b>3 226</b>	<b>4 262</b>	<b>1 036</b>	<b>27 x</b>	<b>21 x</b>	<b>18 x</b>	<b>31 x</b>	<b>22 x</b>	<b>17 x</b>

Source : Capital IQ

Note\* : Calcul de la capitalisation boursière au 30/09/2024. Dette nette et ajustements calculés sur la base des dernières données publiées disponibles au 30/09/2024. Données prévisionnelles issues du consensus au 30/09/2024.

Note\*\* : Multiples d'EBITDA et d'EBIT calculés sur la base d'un EBITDA et d'un EBIT retraités des éléments relatifs à IFRS 16

Dans la mesure où aucune société au sein de notre échantillon n'est raisonnablement comparable à OVH en termes d'activité, de marges, de rentabilité, d'intensité capitalistique, de structure ou de profil de croissance bénéficiaire sur les prochaines années, nous considérons que les conditions d'une mise en œuvre fiable de la méthode ne sont pas réunies. Aussi, les multiples obtenus sont présentés à titre indicatif uniquement en **Figure 16**.

#### 4.5. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des transactions comparables

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transaction utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement une prime de contrôle par rapport à la Valeur Intrinsèque des sociétés acquises. Cette prime de contrôle est le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction et traduit, le cas échéant, un surplus lié à la détention du contrôle elle-même.

De ce fait, la méthode des transactions comparables ne permet pas de donner une estimation de la Valeur Intrinsèque, en tant que telle. Par ailleurs, en raison du caractère unique du modèle économique d'OVH, comme pour la méthode des comparaisons boursières, il est difficile d'identifier un panel de transactions portant sur des sociétés qui soient raisonnablement comparables à OVH. Enfin, s'agissant de transactions portant sur des sociétés qui ne sont pas cotées,



---

l'information disponible sur les profils financiers des sociétés est limitée et concerne uniquement les résultats passés. Les multiples d'EBIT ou d'EBITDA-Capex ne peuvent donc être estimés de façon fiable.

Pour ces différentes raisons, la méthode n'a pas été retenue pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque d'OVH et la tentative de mise en œuvre est présentée ici à titre illustratif uniquement.

Nous avons identifié quatre transactions réalisées au cours des quatre dernières années qui portent sur quatre sociétés dont les activités sont proches de celle d'OVH :

- Décembre 2018 : l'acquisition de *UKFast.Net Ltd* par *Inflexion Private Equity Partners LLP*. *UKFast.Net Ltd* est une société anglaise spécialisée dans les services d'hébergement et de logiciels.
- Novembre 2019 : *OpenText Corp* a acquis *Carbonite Inc*, un fournisseur américain de solutions de protection des données.
- Mai 2020 : l'acquisition de *DigitalOcean* par *Access Industries*. *DigitalOcean* est un opérateur américain de plateformes de *cloud computing*.
- Novembre 2020 : l'acquisition de *Newfold Digital Inc* par *Clearlake Capital Group LP*. *Newfold Digital Inc* est un fournisseur américain de solutions de domaine web et de services d'hébergement.

Parmi les quatre transactions sélectionnées, les multiples observés varient considérablement entre 2,5x et 7,5x s'agissant du multiple de chiffre d'affaires (N-1<sup>18</sup>), et entre 8,7x et 29,7x pour le multiple d'EBITDA historique.

---

<sup>18</sup> Excepté l'acquisition de *DigitalOcean* par *Access Industries*, où les données financières (chiffres d'affaires et EBITDA) datent du 31 décembre de l'année de la transaction, c'est-à-dire le 31 décembre 2020.



---

## 5. Analyse des éléments d'appréciation de la valeur élaborés par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné les éléments d'appréciation de la valeur élaborés par la Banque dans le contexte de l'Offre. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

D'un point de vue méthodologique, si la Banque a également adopté une approche d'évaluation multicritères, le panel de références et de méthodes d'évaluation effectivement retenues diffère légèrement du nôtre.

S'agissant des méthodes d'évaluation, la Banque retient à titre principal la méthode DCF et présente à titre indicatif les deux méthodes relevant de l'approche analogique, à savoir la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables qui sont, de notre point de vue, peu fiables dans le cas présent pour les raisons détaillées dans la section précédente.

S'agissant des références d'évaluation, la Banque retient à titre principal le cours de bourse et les derniers objectifs de cours des analystes avant annonce de l'opération. De notre côté, nous considérons que l'ampleur de la fourchette des objectifs de cours des analystes financiers ne permet pas de former un consensus fiable. De ce fait, nous estimons que les prix cibles des analystes financiers ne peuvent constituer une référence pertinente pour estimer la valeur de la Société. De même, s'agissant du cours de bourse avant annonce de l'Opération, nous considérons que cette référence n'est pas pertinente compte tenu de la faiblesse des volumes échangés, qui ne garantit pas une bonne efficacité du marché du titre.

### 5.1. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode *DCF* par la Banque conduit à une valeur par action comprise entre 8,0 € et 10,7 €, avec une valeur centrale de 9,2 € contre une valeur comprise entre 7,7 € et 9,1 € par action résultant de nos propres travaux.

Cette conclusion, supérieure à la nôtre en haut de fourchette, repose sur des modalités de mise en œuvre de la méthode DCF différentes.

- S'agissant des flux de trésorerie futurs, la Banque s'est également appuyée sur le Plan d'Affaires 2025-2030.
- Afin de retranscrire l'incertitude liée au taux d'occupation des *datacenters* au-delà du Plan d'Affaires et le niveau d'investissement normatif de l'activité, nous avons considéré deux scénarios : un Scénario Bas qui intègre un taux d'occupation légèrement inférieur à l'objectif fixé par la Société et un

- 
- Scénario Haut en ligne avec l'objectif d'OVH. En revanche, la Banque ne considère qu'un seul scénario.
- A l'issue du plan, la Banque retient une période d'extrapolation de deux ans (de 2031 à 2032) et estime un flux normatif (en 2033). Sur cette période, la Banque retient une décroissance linéaire vers un taux de croissance perpétuelle fixée à 2,00 %. De notre côté, nous retenons une période d'extrapolation de trois années durant lesquelles la Société bénéficie de la croissance engagée en fin de Plan d'Affaires.
  - Pour le calcul de la valeur terminale, la Banque retient un taux de croissance perpétuelle de 2,00 % tandis que nous retenons un taux de 2,25 %.
  - Le taux de marge d'EBITDA normatif est identique au nôtre, égale à celui de la dernière année du Plan d'Affaires.
  - La Banque a estimé les dépenses d'investissement à 13% du chiffre d'affaires en année normative, en reprenant les hypothèses fournies par le Management (investissements de maintenance uniquement). De notre côté, nous avons estimé qu'il était plus pertinent de considérer un renouvellement de l'actif immobilisé sur le long terme (non seulement par le maintien de l'actif existant, mais également l'investissement dans de nouvelles infrastructures innovantes ou d'autres innovations qui ne manqueront pas d'apparaître). Nous avons considéré que la rotation du capital (et donc la rentabilité économique) ne pouvait continuer à augmenter. Nous avons modélisé les dépenses d'investissement de telle sorte que la Société atteigne un taux de rotation de l'actif économique compris entre 1,75x et 1,65x à l'horizon 2033. Cela se traduit par des dépenses d'investissement de l'ordre de 23 à 24 % du chiffre d'affaires, selon le scénario retenu.
  - En synthèse, s'agissant des flux de trésorerie, la Banque a fait le choix de limiter la croissance du chiffre d'affaires (et donc de la marge) sur la période d'extrapolation tout en permettant à la société de dégager une rentabilité élevée à terme avec un niveau d'investissement restreint. Nous avons opté pour une vision dans laquelle la Société bénéficierait d'une croissance significative pendant quelques années à l'issue du plan d'affaires tout en limitant sa rentabilité à terme.
  - S'agissant du taux d'actualisation, la Banque retient un taux d'actualisation supérieur au nôtre (10,66 % pour la Banque et 9,85 % pour *Accuracy*). L'écart résulte essentiellement de la prise en compte par la Banque d'une prime de risque pays (0,8 %) alors que nous considérons que ce risque est *in fine* limité pour la Société et correctement diversifié, la Société étant présente dans près de 140 pays. Déduction faite de la prime de risque pays, le taux d'actualisation retenu par la Banque est très proche de notre estimation.
  - S'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de la Société, la principale différence réside dans

---

notre choix d'y intégrer la valeur des déficits fiscaux reportables tandis que la Banque intègre cette valeur dans les flux. Le nombre d'actions retenu est identique.

## **5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières**

S'agissant de la méthode des comparaisons boursières, la Banque retient un échantillon de cinq sociétés cotées offrant des services de *cloud* et de *datacenters* : *GoDaddy*, *Wix.com*, *DigitalOcean*, *Ionos* et *Wiit*. Nous retenons les mêmes sociétés et avons également ajouté la société *Rackspace*.

La Banque présente à titre indicatif une fourchette d'estimations comprises entre 20,5 € et 23,3 €. Les multiples retenus sont ceux de la valeur d'entreprise rapportée à (i) l'EBITDA prospectif 2025 (23,3 €) et (ii) au flux de trésorerie opérationnel récurrent (20,5 €)<sup>19</sup>. La Banque estime néanmoins que la pertinence de cette méthode est limitée en raison du nombre de critères différenciant *OVH* de ces sociétés.

Pour notre part, nous nous sommes appuyés sur un échantillon de six sociétés du secteur. Au terme de nos analyses (cf. section 4.4), nous partageons l'opinion de la Banque qu'aucune des sociétés au sein de l'échantillon n'est suffisamment comparable à *OVH* en termes de taille, de perspective de croissance et d'activité. Nous concluons que la méthode des comparaisons boursières ne permet pas de fournir une estimation fiable de la Valeur Intrinsèque de la Société et nous avons donc écarté les résultats de la méthode.

## **5.3. Modalités de mise en œuvre de la méthode des transactions comparables**

La Banque considère que l'unique transaction comparable est l'acquisition d'une participation minoritaire dans *OVH* par les Investisseurs Financiers en 2016. L'application du multiple de transaction fait ressortir une valeur par action de 14,6 €. Elle est présentée à titre indicatif seulement compte tenu du changement de profil de croissance de la Société et du caractère éloigné de la transaction dans le temps.

De notre côté, nous avons limité la sélection des sociétés de l'échantillon à des transactions récentes (moins de 4 ans). Cependant, compte tenu du caractère peu comparable des sociétés identifiées, nous considérons que la méthode des transactions comparables ne permet pas de fournir une estimation fiable de la valeur de la Société.

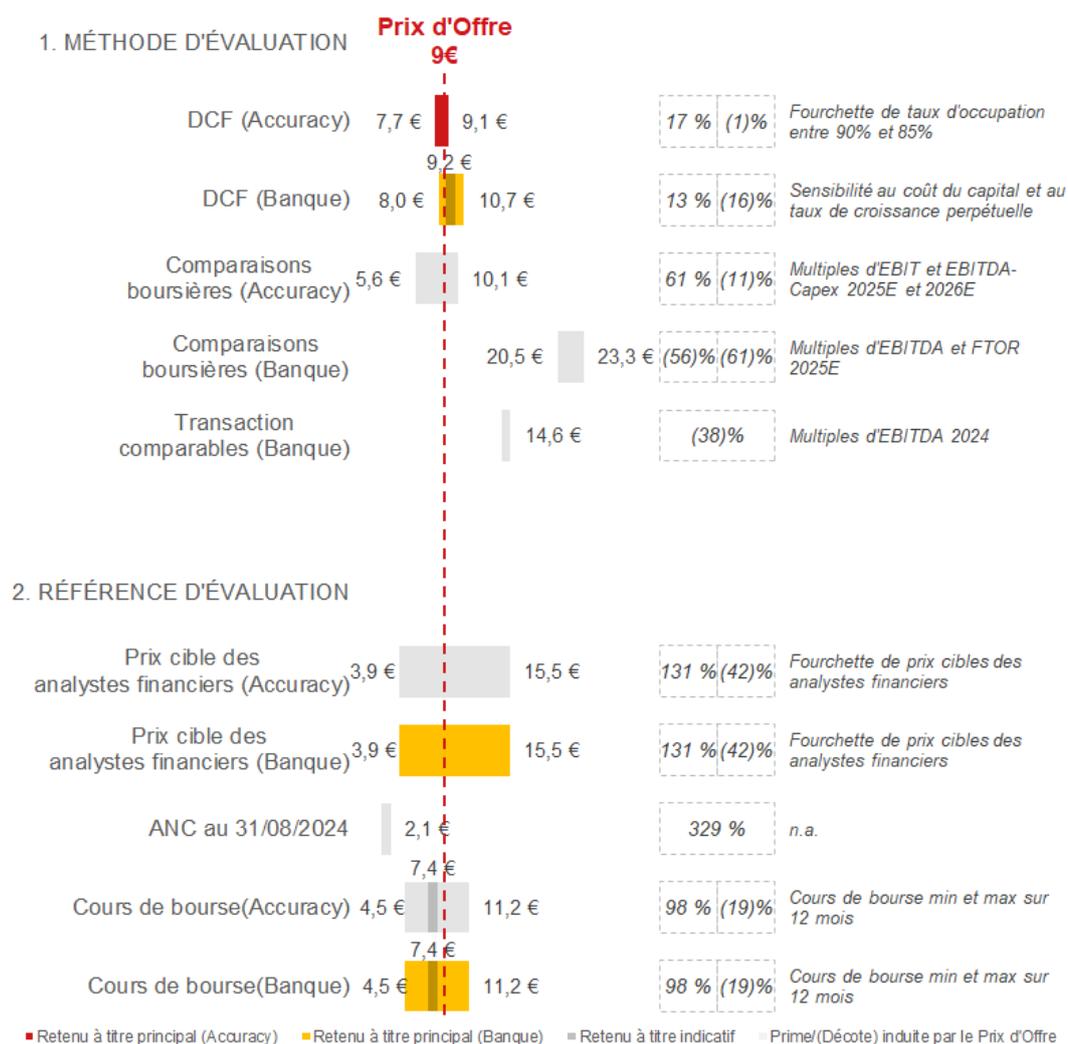
---

<sup>19</sup> Le flux de trésorerie opérationnel récurrent est défini par la Banque comme l'EBITDA retraité diminué des investissements de maintenance

## 5.4. Synthèse des estimations obtenues pour la Valeur Intrinsèque de la Société

Le graphique ci-dessous, Figure 17, présente de façon synthétique les résultats de notre analyse des différentes références d'évaluation disponibles pour l'action OVH, ainsi qu'une comparaison avec les résultats obtenus par la Banque.

**Figure 17 | Tableau de synthèse des estimations obtenues pour la Valeur Intrinsèque de la Société**



Sources : Analyses Accuracy, Banque



---

## 6. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financière de l'Offre

### Rappel du contexte de notre intervention

OVHcloud (le « **Groupe** », « **OVH** »), dont *OVH Groupe SA* est la société mère, a été fondé en 1999 par M. Octave Klaba. D'abord spécialisé sur l'activité d'hébergement Internet en France, le groupe est progressivement devenu le leader européen de services de *cloud computing*. Le groupe compte près de 3 000 collaborateurs et a réalisé pour l'exercice clos au 31 août 2024 un chiffre d'affaires de 993 m€.

*OVH* est cotée sur le compartiment A d'Euronext Paris depuis octobre 2021. Elle affiche une capitalisation boursière d'environ 1,4 md€ au 21 octobre 2024 (soit 7,4 € par action).

La famille Klaba (et les entités qu'elle contrôle) détient 68,46% du capital et 68,80% des droits de vote de la Société. Depuis 2016, les sociétés *Spiral Holding S.C.A.* et *Spiral Holding B.V.*, détenues respectivement par des fonds gérés par *KKR & Co.* et *TowerBrook Capital Partners* détiennent chacune une participation de 6,3% du capital et des droits de vote.

*OVH Groupe SA* envisage aujourd'hui de déposer une offre publique de rachat sur ses propres actions (« **l'Offre** ») en vue de leur annulation dans des conditions qui restent à définir.

C'est dans ce contexte qu'*Accuracy* a été sollicité en qualité d'expert indépendant aux fins de délivrer une attestation sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

### Conclusions de nos travaux

Notre conclusion sur l'équité des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société repose sur les considérations suivantes :

- L'Offre s'adresse à tous les actionnaires minoritaires de la Société dans le strict respect d'un traitement égalitaire et ces derniers sont libres d'y répondre favorablement ou non.
- Au vu des estimations de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société qui ressort de la mise en œuvre d'une approche DCF sur le Plan d'Affaires préparé par le Management, le prix de 9,0 € semble correctement intégrer la valeur des actifs et le potentiel de développement de la Société.
- Enfin, en cas de rachat par la Société de toutes les actions faisant l'objet de l'Offre, les modalités de financement de l'opération envisagées par la

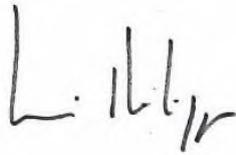
---

Société devraient lui permettre de continuer à bénéficier d'une structure de financement soutenable sur la durée du Plan d'Affaires.

Nous en concluons que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Paris, le 23 octobre 2024

Pour *Accuracy*,



---

Henri Philippe

Associé



---

Mathilde de Montigny

Directeur

---

## Annexes

Annexe 1.	Lettre de mission .....	52
Annexe 2.	États financiers consolidés de la Société .....	59
Annexe 3.	Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs ( $R_F$ ).....	62
Annexe 4.	Prime de risque de marché anticipée ( $P_{RM}$ ).....	65
Annexe 5.	Analyse de l'évolution des ratios de financement <i>d'OVH</i> après opération au 31/12/2024 .....	67
Annexe 6.	Analyse de sensibilité au taux de croissance perpétuelle .....	68
Annexe 7.	Déclaration d'indépendance .....	680



---

## Annexe 1. Lettre de mission

---



**OVH Groupe SA**

### **Lettre de mission**

Expertise indépendante  
dans le cadre du projet d'offre publique  
de rachat d'actions

Octobre 2024

Transactions

---

Disputes

---

Crises

---

Decisions



---

## LETTRE DE MISSION

OVH Groupe SA  
2, rue Kellermann,  
59100 Roubaix

A l'attention de M. Michel Paulin

Fait à Paris, le 2 octobre 2024

### Confidentiel

Cher Monsieur,

Faisant suite à nos échanges avec le comité *ad hoc* du conseil d'administration de votre société, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'évaluation financière et la rédaction subséquente d'une attestation d'équité pour le compte de votre société (ci-après les « **Services** »).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords.

OVH Groupe SA (ci-après désigné « **OVH** », le « **Client** » ou la « **Société** ») et Accuracy seront désignés conjointement comme les « **Parties** ».

### Contexte et objet de la mission

Le groupe OVHcloud (le « **Groupe** », « **OVHcloud** »), dont OVH Groupe SA est la société mère, a été fondé en 1999 par M. Octave Klaba. D'abord spécialisé sur l'activité d'hébergement Internet en France, le groupe est progressivement devenu le *leader* européen de services de *cloud computing*. Le groupe compte près de 3 000 collaborateurs et a réalisé pour l'exercice clos au 31 août 2023 un chiffre d'affaires de près de 900 m€.

OVH est cotée sur le compartiment A d'Euronext Paris depuis octobre 2021. Elle affiche une capitalisation boursière d'environ 1,2 mrd€ au 1 septembre 2024 (soit 6,1 € par action).

La famille Klaba (et les entités qu'elle contrôle) détient 69,32% du capital et des droits de vote de la Société. Depuis 2016, les sociétés *Spiral Holdings S.C.A.* et *Spiral Holdings B.V.*, détenues respectivement par des fonds gérés par *KKR & Co.* et *TowerBrook Capital Partners* détiennent à ce jour chacune une participation de 6,31% du capital et des droits de vote.

Nous comprenons que OVH Groupe SA envisage aujourd'hui de déposer une offre publique de rachat sur ses propres actions (« **l'Offre** ») en vue de leur annulation dans des conditions qui restent à définir.

C'est dans ce contexte, que vous nous avez sollicités afin qu'Accuracy intervienne en qualité d'expert indépendant aux fins de délivrer une attestation sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, laquelle sera complétée d'une analyse de solvabilité (*solvency opinion*) de la Société post-opération, dans la mesure où l'Offre envisagée, qui serait financée par la souscription d'endettements nouveaux qui s'inscriraient dans le cadre d'un refinancement global de l'endettement existant de la Société, pourrait conduire à augmenter le levier financier de la Société.

L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé envisagé.

---

## Fondements réglementaires

La Société est tenue de désigner un expert indépendant dans la mesure où l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société (article 261-1 I du règlement général de l'AMF), notamment car les actionnaires qui la contrôlent de concert, au sens de l'article L.233-3 du code de commerce, ont l'intention d'apporter à l'Offre pour une fraction inférieure à la quote-part de détention du concert dans le capital de la société (article 261-1 I 3° du règlement général de l'AMF).

Nous comprenons qu'il s'agit des seules motivations identifiées à ce jour pour la nomination d'un expert indépendant dans le contexte de l'Offre. En particulier, vous n'avez pas identifié de transactions connexes ou d'autres catégories de titres que les actions qui seraient concernées par l'Offre.

Dans ce contexte, les travaux de l'expert indépendant auront plusieurs objectifs :

- L'expert devra s'assurer que les conflits d'intérêts éventuels n'ont pas biaisé les conditions financières de l'Offre.
- Il devra également se prononcer sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

Nous vous confirmons que le rapport émis dans le cadre de la réglementation décrite ci-dessus sera complété d'un courrier relatif à une analyse de solvabilité (*solvency opinion*) de la Société post-opération, dans la mesure où l'Offre envisagée pourrait conduire à augmenter le levier financier de la Société.

## Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF (titre VI relatif à l'expertise indépendante) et à l'article 1 de l'instruction n°DOC-2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF relative à l'expertise indépendante telle que modifiée le 10 février 2020, *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission » et ne se trouve dans aucune des situations de conflits d'intérêts visées par les textes susmentionnés.

En particulier, au cours des dix-huit derniers mois, *Accuracy* n'a effectué aucune mission pour la Société qui soit susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

Cette déclaration d'indépendance concerne également M. Bruno Husson, associé honoraire d'*Accuracy*, en charge du contrôle qualité.

## Produit fini

S'agissant de notre rapport relatif à l'équité du prix de l'Offre, nos travaux vous seront restitués sous la forme d'un rapport en français détaillant notre opinion sur l'équité des conditions financières de l'Offre envisagée.

Ce rapport d'expertise sera conforme à l'instruction n°DOC-2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF relative à l'expertise indépendante telle que modifiée le 10 février 2020 ainsi qu'à la recommandation n°DOC-2006-15 du 28 septembre 2006 de l'AMF telle que modifiée le 10 février 2020 sur l'expertise financière indépendante, et comprendra notamment les éléments suivants :

- une présentation synthétique d'*Accuracy*,
- la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des vingt-quatre derniers mois,
- un rappel du contexte de l'Offre, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission,
- la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF,
- la rémunération perçue dans le cadre de notre mission,



- 
- une description détaillée des diligences mises en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation,
  - notre propre estimation de la valeur des actions ordinaires de OVH selon une approche multicritères,
  - une analyse critique des travaux d'évaluation effectués par le ou les conseils de l'Initiateur dont la banque présentatrice,
  - le cas échéant, notre analyse et appréciation des observations écrites effectuées par les actionnaires de la Société et nos réponses à ces observations,
  - notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant,
  - une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge du contrôle qualité de notre rapport d'expertise.

Ce rapport vous sera présenté au stade de projet pour être discuté et finalisé à la suite de vos commentaires. Il sera ensuite présenté au Conseil d'administration de la Société pour lui permettre d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé. Il sera rendu public dans la note d'information relative à l'Offre conformément au règlement général de l'AMF.

Dans la mesure où l'Offre envisagée pourrait conduire à augmenter le levier financier de la Société, vous souhaitez également que nous rédigeons une analyse de solvabilité (*solvency opinion*) de la Société après l'Offre.

Elle reposera sur trois tests :

- Test de solvabilité (comparaison entre la valeur d'entreprise de la Société et ses engagements financiers).
- Test de liquidité (analyse dynamique pour estimer la capacité de la Société à faire face à ses obligations financières).
- Test de marché (comparaison entre la structure financière de la Société et celles d'entreprises comparables).

Notre opinion sera formalisée dans un courrier reprenant nos principales conclusions sur la solvabilité de la Société. Le détail de notre analyse y sera annexé. Seul notre courrier, hors annexes, pourra, à la discrétion de la Société, être rendu public en tout ou partie.

Le contrôle qualité de nos travaux d'attestation d'équité sera réalisé par M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy.

M. Husson n'est plus salarié d'Accuracy. Il sera rémunéré sur la base du temps passé pour ses diligences dans le cadre d'une facturation ponctuelle. Il pourra faire appel autant que de besoin à d'autres consultants d'Accuracy dans le cadre de sa mission de contrôle, en particulier si la complexité des modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission le nécessite.

Le contrôle qualité réalisé sous la direction de M. Bruno Husson interviendra en plusieurs temps :

- entretiens au démarrage de la mission portant sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, afin de délimiter les difficultés et zones de risques éventuelles,
- relecture critique du rapport pouvant conduire à modifier ou approfondir certaines analyses.

Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) feront également l'objet d'une revue analytique par un consultant qui n'a pas participé à la mission.

### Calendrier

Conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, notre mission d'expertise indépendante requiert un délai suffisant pour formuler notre opinion, délai qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

À ce stade, nous comprenons que cette offre devrait intervenir au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2024. Sous réserve de l'obtention de l'ensemble des informations nécessaires, nos travaux pourraient débuter dès



---

que possible afin de vous faire part dans les meilleurs délais de notre opinion sur le prix d'offre envisagé (soit dans un délai de 4 semaines à compter de l'obtention de l'ensemble des informations nécessaires).

Notre projet de rapport sera ensuite finalisé à la suite de vos commentaires et nous ferons nos meilleurs efforts afin que sa version définitive soit disponible quelques jours avant le Conseil d'Administration de la Société devant rendre son avis motivé sur l'Offre (date non encore connue à ce jour)

Le calendrier de nos travaux dépendra au premier chef de la diligence dans la fourniture des informations nécessaires à nos travaux, de la qualité et la profondeur de ces analyses, ainsi que la mise à disposition au plus vite des conditions financières définitives de l'Offre.

### Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par la Société (états financiers historiques, budgets et prévisions) et ce sans vérification de ces informations de notre part.

### Équipe et moyens matériels

Henri Philippe et Christophe Leclerc, Associés de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité superviseront la réalisation de l'ensemble de la mission. Ils seront assistés par Guillaume Charton et Mathilde de Montigny, *Directors*, ainsi que par une équipe de consultants spécialisés dans ce type de mission.

À titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier et du calendrier fixé pour la réalisation de notre mission, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant.

Répartition estimée des heures de travail

	Semaine 1	Semaine 2	Semaine 3	Semaine 4	Total
Partner / director	30	30	30	30	120
Manager	60	60	60	60	240
Analyste	80	80	80	80	320
	170	170	170	170	680

Un CV résumé des différents intervenants sur la mission est présenté en annexe.

En outre, *Accuracy* confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, *Accuracy* dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ, Bloomberg, Thomson Reuters,*
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

### Honoraires

Notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 310 000 (trois-cent-dix mille) euros hors taxes, frais et débours divers (lesquels s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes). Ils supposent que l'ensemble des documents nécessaires seront mis à disposition dès le démarrage de notre mission.

Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de notre attestation d'équité finale à la Société. Ils prennent en compte le coût de la revue qualité et ont été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport et d'un courrier dans les délais susmentionnés.



---

Dans l'hypothèse où la mission d'Accuracy se prolongerait au-delà du calendrier susmentionné et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques de l'Offre conduirait Accuracy à réaliser des travaux complémentaires, les Parties conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez Accuracy dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Sur la base de l'équipe mentionnée plus haut, nous estimons le coût hebdomadaire de chaque semaine additionnelle à 60 000 euros, hors taxes et frais.

### **Conflit d'intérêts**

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et vous renoncez par avance à toute réclamation fondée sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec ces prestations. Nous nous réservons le droit de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.

### **Intégralité de l'accord**

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission. Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties. Les accords entre le Client et Accuracy contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront.

### **Valeur relative de la lettre de mission**

Chaque Partie reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

### **Incessibilité**

Chaque Partie à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre de l'autre partie, découlant de la présente lettre de mission.

### **Intuitu personae**

La présente lettre de mission est conclue intuitu personae. Aucune des Parties n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable de l'autre Partie.

### **Droit applicable**

Les Parties entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus conformément aux dispositions de droit français.

---

### Litiges

Les Parties conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris, même en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs. Cette attribution de compétence s'applique également en matière de référé.

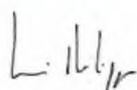
Nous vous remercions de nous confirmer votre accord sur ce qui précède en nous retournant un des deux exemplaires signés de la présente lettre.

Nous sommes honorés de votre confiance et vous assurons de notre volonté de tout mettre en œuvre pour continuer à la mériter.

Veillez croire, cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués,

---

### Accuracy



Henri PHILIPPE  
Associé



Christophe LECLERC  
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

---

### OVH Groupe SA



M. Michel PAULIN  
Directeur Général



## Annexe 2. États financiers consolidés de la Société

Figure 18 | Compte de résultat consolidé

k€	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Cloud privé	328 329	363 335	389 079	397 560	485 047	560 066	623 526
Cloud public	51 208	70 420	82 304	94 352	126 297	154 603	182 820
Web Cloud & autre	132 167	146 623	160 733	171 400	176 654	182 631	186 707
<b>Revenu</b>	<b>511 703</b>	<b>580 377</b>	<b>632 116</b>	<b>663 312</b>	<b>787 998</b>	<b>897 299</b>	<b>993 053</b>
Charges de personnel	(165 274)	(141 770)	(150 572)	(172 477)	(211 063)	(220 969)	(238 852)
Charges opérationnelles	(199 272)	(232 850)	(226 579)	(250 805)	(299 867)	(358 916)	(382 250)
<b>EBITDA courant</b>	<b>147 157</b>	<b>205 757</b>	<b>254 964</b>	<b>240 030</b>	<b>277 068</b>	<b>317 414</b>	<b>371 951</b>
Dotations aux amortissements	(164 431)	(203 321)	(215 624)	(224 042)	(268 705)	(319 149)	(343 059)
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>(17 274)</b>	<b>2 436</b>	<b>39 340</b>	<b>15 988</b>	<b>8 363</b>	<b>(1 735)</b>	<b>28 892</b>
Autres produits opérationnels non courants	-	468	24	-	103	-	116
Autres charges opérationnelles non courantes	(5 408)	(17 321)	(8 772)	(9 478)	(28 950)	(10 261)	(3 311)
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>(22 681)</b>	<b>(14 417)</b>	<b>30 592</b>	<b>6 510</b>	<b>(20 484)</b>	<b>(11 996)</b>	<b>25 697</b>
Coût de l'endettement financier	(8 794)	(9 662)	(23 530)	(30 267)	(11 197)	(20 907)	(30 096)
Autres produits financiers	30 879	15 071	14 150	12 899	30 904	10 568	9 507
Autres charges financières	(16 086)	(8 483)	(21 772)	(11 245)	(19 013)	(18 074)	(11 503)
<b>Résultat financier</b>	<b>5 999</b>	<b>(3 074)</b>	<b>(31 152)</b>	<b>(28 613)</b>	<b>694</b>	<b>(28 413)</b>	<b>(32 092)</b>
Quote-part dans le résultat des sociétés mises en équivalence	(1 468)	(10 793)	-	-	-	-	-
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>(18 151)</b>	<b>(28 283)</b>	<b>(561)</b>	<b>(22 104)</b>	<b>(19 790)</b>	<b>(40 409)</b>	<b>(6 395)</b>
Impôt sur le revenu	(9 789)	(12 568)	(10 746)	(10 240)	(8 764)	89	(3 903)
<b>Résultat net consolidé (perte)</b>	<b>(27 939)</b>	<b>(40 851)</b>	<b>(11 306)</b>	<b>(32 344)</b>	<b>(28 554)</b>	<b>(40 320)</b>	<b>(10 298)</b>
<b>Résultat par action</b>							
Résultat de base par action ordinaire (en euros)	(0,17)	(0,24)	(0,07)	(0,19)	(0,15)	(0,21)	(0,05)
Résultat dilué par actions (en euros)	(0,17)	(0,24)	(0,07)	(0,19)	(0,15)	(0,21)	(0,05)

Source : URD 2021, URD 2022, URD 2023, URD 2024

Source : Rapports annuels OVH

## Figure 19 | Bilan consolidé

k€	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Goodwill	-	-	20 786	33 836	50 892	43 971	59 708
Autres immobilisations incorporelles	31 897	40 502	84 329	141 739	223 506	264 779	295 131
Immobilisations corporelles	731 187	750 082	717 281	797 045	949 512	954 342	972 444
Droits d'utilisation relatifs aux contrats de location	10 793	-	53 902	49 277	40 345	122 845	135 617
Instruments financiers dérivés actifs non courants	-	-	-	-	-	22 236	10 226
Actifs financiers non courants	1 660	1 300	1 280	1 303	1 450	1 127	1 587
Impôts différés actifs	15 505	12 428	11 431	7 058	5 623	10 141	17 335
Autres actifs non-courants	1 635	471	697	-	-	-	-
<b>Total actif non courant</b>	<b>792 677</b>	<b>804 784</b>	<b>889 706</b>	<b>1 030 258</b>	<b>1 271 328</b>	<b>1 419 441</b>	<b>1 492 048</b>
Clients	22 264	21 920	25 363	35 481	38 765	33 787	40 413
Autres créances et actifs courants	25 736	37 454	43 385	131 959	79 911	93 308	92 921
Actifs d'impôts courants	4 413	7 358	5 718	4 008	4 760	4 368	3 426
Instruments financiers dérivés actifs courants	-	161	121	140	11 798	2 730	36
Trésorerie et équivalents de trésorerie	49 001	25 996	90 838	53 610	36 187	48 999	40 917
<b>Total actif courant</b>	<b>101 414</b>	<b>92 890</b>	<b>165 425</b>	<b>225 198</b>	<b>171 421</b>	<b>183 192</b>	<b>177 713</b>
<b>Total actif</b>	<b>894 091</b>	<b>897 674</b>	<b>1 055 131</b>	<b>1 255 456</b>	<b>1 442 749</b>	<b>1 602 633</b>	<b>1 669 761</b>
Capital social	175 055	176 063	170 407	170 779	190 541	190 541	190 541
Primes d'émissions	239 194	238 186	93 842	93 470	418 256	418 256	418 256
Réserves et report à nouveau	(68 371)	(89 050)	(132 564)	(123 107)	(111 894)	(157 502)	(205 507)
Résultat net (perte)	(27 822)	(40 968)	(11 306)	(32 344)	(28 554)	(40 320)	(10 297)
Intérêts minoritaires	(117)	-	-	-	-	-	-
<b>Capitaux propres</b>	<b>318 057</b>	<b>284 231</b>	<b>120 379</b>	<b>108 798</b>	<b>468 349</b>	<b>410 975</b>	<b>392 993</b>
Dettes financières non courantes	310 831	365 671	579 711	639 583	559 323	649 194	700 463
Dettes locatives non courantes	-	-	42 287	38 061	28 481	108 541	124 529
Autres passifs financiers non courants	14 592	15 884	17 115	16 921	15 898	15 573	15 556
Provisions non courantes	2 584	3 178	5 122	6 011	4 348	5 535	12 178
Impôts différés passifs	8 619	12 147	10 961	14 144	16 759	14 104	13 697
Autres passifs non courants	8 223	6 100	7 079	7 783	10 926	11 110	13 136
<b>Total passif non courant</b>	<b>344 848</b>	<b>402 979</b>	<b>662 275</b>	<b>722 503</b>	<b>635 735</b>	<b>804 057</b>	<b>879 559</b>
Dettes financières courantes	31 922	25 381	30 528	69 760	2 209	7 360	7 645
Dettes locatives courantes	-	-	13 871	14 837	13 923	18 760	28 767
Provisions courantes	23	587	21	31 361	24 601	22 871	17 840
Fournisseurs	68 358	57 524	92 096	149 504	115 111	139 592	142 725
Passifs d'impôts courants	799	1 314	2 075	1 694	11 347	12 572	9 402
Instruments financiers dérivés passifs	14 160	-	3 291	174	280	93	1 146
Autres passifs courants	116 041	125 657	130 596	156 825	171 194	186 353	189 683
<b>Total passif courant</b>	<b>231 303</b>	<b>210 463</b>	<b>272 478</b>	<b>424 155</b>	<b>338 665</b>	<b>387 601</b>	<b>397 208</b>
<b>Total passif et capitaux propres</b>	<b>894 091</b>	<b>897 674</b>	<b>1 055 131</b>	<b>1 255 456</b>	<b>1 442 749</b>	<b>1 602 633</b>	<b>1 669 761</b>

Source : URD 2021, URD 2022, URD 2023, URD 2024

Source : Rapports annuels OVH



## Figure 20 | Tableau des flux de trésorerie consolidés

(en milliers d'euros )	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
<b>Résultat net</b>	<b>(27 939)</b>	<b>(40 851)</b>	<b>(11 306)</b>	<b>(32 344)</b>	<b>(28 554)</b>	<b>(40 320)</b>	<b>(10 298)</b>
<b>Ajustement des éléments du résultat net :</b>							
Dotations aux amortissements et dépréciations des immobilisations et droits d'utilisation relatifs aux contrats de location	165 833	205 091	214 872	224 042	268 705	319 149	343 059
Variation de juste valeur des instruments dérivés	(25 323)	(14 321)	40	-	-	-	-
Elimination du résultat net des entreprises mises en équivalence	1 468	10 793	-	-	-	-	-
Variations des provisions	-	-	-	33 610	(8 983)	(294)	1 575
Plus ou moins-values de cessions d'actifs, mises au rebut et réévaluations	879	5 014	6 162	10 656	9 560	(1 318)	592
Charge liée aux attributions d'actions (hors charges sociales)	1 715	4 077	5 423	13 266	20 978	2 720	6 391
(Produit) / Charge d'impôt	9 789	12 568	10 746	10 240	8 764	(89)	3 903
Résultat financier (hors écarts de change réalisés)	11 495	3 642	26 916	30 075	(8 279)	29 696	32 359
<b>Capacité d'autofinancement</b>	<b>137 917</b>	<b>186 013</b>	<b>252 853</b>	<b>289 545</b>	<b>262 191</b>	<b>309 544</b>	<b>377 581</b>
Variations liées aux créances nettes d'exploitation et autres créances	(2 875)	653	(9 634)	(100 009)	60 965	(13 353)	(5 729)
Variations liées aux dettes d'exploitation et autres dettes	24 236	(12 370)	31 578	80 004	(37 562)	42 471	8 493
<b>Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité</b>	<b>21 361</b>	<b>(11 717)</b>	<b>21 944</b>	<b>(20 005)</b>	<b>23 403</b>	<b>29 118</b>	<b>2 764</b>
Impôt versé	(1 795)	(8 918)	(4 358)	(1 322)	(11 472)	(8 818)	(12 137)
<b>Flux de trésorerie liés à l'activité</b>	<b>157 483</b>	<b>165 378</b>	<b>270 439</b>	<b>268 218</b>	<b>274 122</b>	<b>329 844</b>	<b>368 208</b>
Décaissements liés aux acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	(305 202)	(216 587)	(280 289)	(343 232)	(453 447)	(357 797)	(343 106)
Produits de cession d'immobilisations	1 023	266	4 372	-	1 620	5	-
Encaissements/(décaissements) liés aux regroupements d'entreprises nets de leur trésorerie	(10 642)	-	(23 916)	(12 699)	(17 206)	-	(26 688)
Encaissements/(décaissements) liés aux cessions de titres consolidés et impact des réorganisations	-	-	-	1 233	-	-	-
Encaissements/(décaissements) liés aux prêts et avances consentis	(1 848)	1 554	(68)	205	(31)	12	510
<b>Flux nets de trésorerie affectés aux opérations d'investissement</b>	<b>(316 669)</b>	<b>(214 767)</b>	<b>(299 901)</b>	<b>(354 493)</b>	<b>(469 064)</b>	<b>(357 780)</b>	<b>(369 284)</b>
Augmentation de capital	29 521	-	-	-	-	-	-
Augmentation de capital - IPO	-	-	-	-	340 181	-	-
Augmentation de capital - ESP 2021	-	-	-	-	9 063	-	-
Acquisition de bons du trésor	-	-	-	-	(966)	-	-
Rachat d'actions propres	-	-	(150 000)	-	-	(7 229)	(1 672)
Augmentation des dettes financières	135 507	104 696	509 374	120 000	560 642	100 014	100 175
Remboursement des dettes financières	(33 533)	(71 943)	(250 611)	(25 374)	(702 284)	(10 617)	(50 828)
Remboursement des dettes locatives	-	-	-	(19 061)	(18 610)	(25 313)	(27 864)
Intérêts financiers payés	(8 316)	(9 119)	(18 969)	(20 675)	(10 529)	(14 686)	(26 520)
Dépôts de garanties reçus	1 911	1 292	1 162	(277)	(1 071)	(324)	(338)
Dividendes versés aux participations ne donnant pas le contrôle	11	(11)	-	-	-	-	-
<b>Flux de trésorerie liés aux opérations de financement</b>	<b>125 090</b>	<b>24 926</b>	<b>90 956</b>	<b>54 613</b>	<b>176 426</b>	<b>41 845</b>	<b>(7 047)</b>
Incidence des variations des cours des devises	(185)	504	(1 280)	277	1 396	(1 090)	38
<b>Variation de la trésorerie</b>	<b>(34 281)</b>	<b>(23 959)</b>	<b>60 214</b>	<b>(31 385)</b>	<b>(17 120)</b>	<b>12 819</b>	<b>(8 085)</b>
Trésorerie d'ouverture	82 684	48 403	24 444	84 656	53 271	36 181	49 000
Trésorerie de clôture	48 403	24 444	84 658	53 271	36 151	49 000	40 915
<b>(en milliers d'euros )</b>	<b>FY18</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20</b>	<b>FY21</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24</b>
Comptes à termes	631	1	18 000	-	-	-	-
Comptes bancaires courants	48 370	25 995	72 838	53 271	36 151	49 000	40 915
<b>Trésorerie active</b>	<b>49 001</b>	<b>25 996</b>	<b>90 838</b>	<b>53 271</b>	<b>36 151</b>	<b>49 000</b>	<b>40 915</b>
Concours bancaires	(587)	(1 554)	(6 182)	-	-	-	-
<b>Trésorerie nette</b>	<b>48 414</b>	<b>24 442</b>	<b>84 656</b>	<b>53 271</b>	<b>36 151</b>	<b>49 000</b>	<b>40 915</b>

Source : URD 2024, URD 2023, URD 2022, URD 2021

Source : Rapports annuels OVH



---

### Annexe 3. Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs ( $R_F$ )

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement servis par les emprunts d'État.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque Centrale Européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0%), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement dans les pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l'autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed, suivie par la BCE, a eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers (*quantitative easing* ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation.

Si une telle situation peut s'envisager à court/moyen terme, elle n'est pas acceptable sur le long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans un tel contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons, depuis 2012, de recourir à une approche normative de détermination du taux sans risque nominal, dérivée de l'équation de Fisher :

Taux sans risque (nominal) = taux d'intérêt réel + inflation attendue à long terme

Le début de l'année 2022 marque cependant un point d'inflexion majeur des politiques monétaires des banques centrales. En effet, la reprise économique au sortir de la crise sanitaire ainsi que le conflit Ukrainien ont provoqué le retour d'une inflation plus élevée et moins transitoire que prévu. Afin d'endiguer le risque de développement d'une spirale « prix-salaires » dans un contexte de tensions sur le marché du travail, les banques centrales ont entamé en 2022 un cycle de resserrement monétaire de forte ampleur, marquant la fin des politiques expansionnistes observées depuis la crise financière de 2007-2009. Conséquence du resserrement monétaire engagé, les taux de rendement actuariels des obligations d'État se sont fortement appréciés depuis le début de

---

l'année 2022, opérant un retour vers la moyenne historique après près d'une décennie de taux d'intérêt anormalement bas.

Dans un contexte de forte variabilité des taux d'intérêt et constatant que, malgré la hausse observée depuis le début de l'année 2022, les taux réels servis par les obligations d'État à 10 ans de la zone euro demeurent proches de zéro, nous maintenons notre préconisation de recourir à une approche normative.

L'approche normative préconisée consiste ainsi à estimer, d'une part, le taux d'intérêt réel et, d'autre part, un taux d'inflation attendu à long terme cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel.

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0%, en ligne, par exemple, avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2023 par *Dimson, Marsh et Staunton*<sup>20</sup> au Canada (1,4 %), en Grande-Bretagne (1,1 %) et aux États-Unis (0,6 %). Ces quelques références excluent volontairement les pays européens (Allemagne, France et Italie notamment) où le taux de rentabilité moyen est négatif, l'évolution du taux d'inflation sur la période considérée ayant parfois réservé de bien mauvaises surprises aux épargnants.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la zone euro, le taux d'inflation observé depuis la création de la zone Euro n'a qu'en de très rares exceptions dépassé l'objectif de 2,0%<sup>21</sup> fixé par la BCE. Ce niveau d'inflation limité s'expliquait essentiellement par (i) une mondialisation croissante des échanges et le rôle toujours plus important joué par la Chine dans la production de biens consommés en Europe, (ii) un marché du travail relativement sage dans un contexte de croissance économique modérée et de gains de productivité.

Nous considérons cependant que ces facteurs pourraient être remis en cause et que l'inflation anticipée à moyen long terme pourrait être plus élevée que par le passé. En effet, la mondialisation pourrait connaître une phase de reflux, sous l'effet d'un phénomène de relocalisation de la production, dicté par des considérations de souveraineté économique et/ou géopolitique ou encore des impératifs environnementaux. De plus, les évolutions démographiques et sociétales pourraient introduire un nouveau rapport de force sur le marché du travail se traduisant par une plus forte progression des salaires qu'auparavant. Pour ces deux raisons, nous considérons que l'objectif de 2,0%<sup>22</sup> fixé par la BCE est désormais conservateur et retenons un taux d'inflation légèrement plus élevé à 2,25%.

---

<sup>20</sup> Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook (Édition 2023), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

<sup>21</sup> Particulièrement sur la base du taux d'inflation dit « noyau dur » ou « core », qui exclut les fluctuations liées à l'énergie, l'alimentation et le tabac, jugé par la BCE comme plus représentatif de l'évolution structurelle des prix.

<sup>22</sup> BCE, Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE, 8 juillet 2021

---

Ce niveau est en ligne avec le taux d'inflation prévu par la BCE<sup>23</sup> pour l'année 2024 et reste dans le bas de fourchette des références actuellement disponibles pour la zone Euro :

- swap d'inflation 5 ans dans 5 ans : 2,5% à fin Juin 2023,
- point mort d'inflation : 2,9%<sup>24</sup> en France et 2,4%<sup>25</sup> en Allemagne à fin juin 2023,
- prévision d'inflation établie par la BCE : 3,0% en 2024 et 2,2% en 2025<sup>26</sup> ,
- prévision d'inflation à moyen terme tirée de l'enquête des prévisionnistes professionnels conduite par la BCE de 2,2%<sup>27</sup>,
- consensus d'inflation Bloomberg pour la zone Euro de 2,2% en 2025<sup>28</sup>,

Sur ces bases, notre estimation du taux d'inflation à long terme pour la zone euro s'élève à 2,25%. Au total, le taux d'intérêt sans risque ( $R_F$ ) retenu dans le cadre de cette approche normative s'établit à 3,25 % (soit : 1,0 % + 2,25 %).

---

<sup>23</sup> BCE, Prévisions économiques trimestrielles, juin 2022

<sup>24</sup> Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

<sup>25</sup> Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans

<sup>26</sup> Projections macroéconomiques des services de la BCE pour la zone euro, juin 2023.

<sup>27</sup> BCE, Survey of professional forecasters, juin 2023.

<sup>28</sup> Bloomberg au 30 juin 2023



---

## Annexe 4. Prime de risque de marché anticipée (P<sub>RM</sub>)

S'agissant de la prime de risque de marché (PRM), nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la PRM (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché actions.

Dans l'édition 2024 du *UBS Global Investment Return Yearbook*, *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 124 années de données pour estimer à 5,0% la PRM (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec l'estimation obtenue dans leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la PRM estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes.

- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition Est-Ouest ayant fait place au sentiment d'insécurité provoqué par un multilatéralisme jugé incontrôlable.
- En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
- En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt très bas en Europe et même l'avènement de taux d'intérêt négatifs ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée observée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une P<sub>RM</sub> légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton*. La prime de risque de marché retenue s'élève ainsi à 5,5 %.

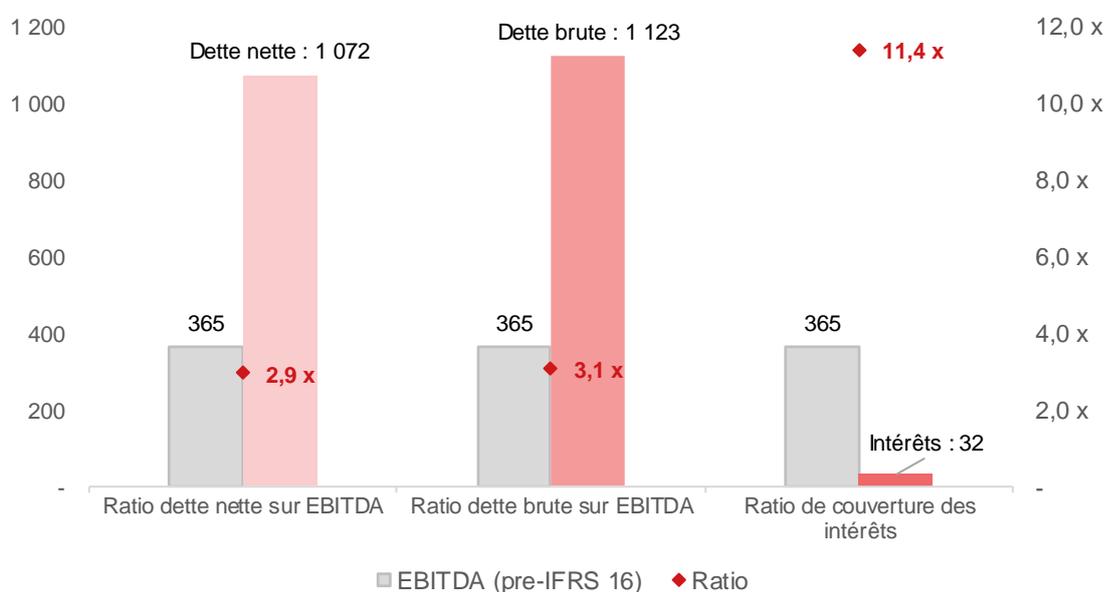


## Annexe 5. Analyse de l'évolution des ratios de financement d'OVH après opération au 31/12/2024

Les ratios calculés ci-dessous ont été calculés en prenant les données (dette nette et brute, EBITDA et intérêts) du Plan d'Affaires fourni par le management.

- Le ratio d'endettement d'OVH (dette nette sur l'EBITDA post opération) au 31/12/2024 serait égal à 2,9x.
- Le ratio d'endettement d'OVH (dette brute sur l'EBITDA post opération) au 31/12/2024 serait égal à 3,1x.
- Le ratio de couverture des intérêts d'OVH (EBITDA sur intérêts post opération) au 31/12/2024 et serait égal à 11,4x.

Figure 21 | Analyse des ratios d'endettement d'OVH post Opération (m€).



Sources : Analyses Accuracy, management

## Annexe 6. Analyse de sensibilité au taux de croissance perpétuelle

La **Figure 22 22** présente une analyse de la sensibilité de la valeur par action (i) au taux d'actualisation et (ii) au taux de croissance perpétuelle.

**Figure 22 22 | Analyse de sensibilité – Coût du capital et taux de croissance perpétuelle (en €)**

<u>Scénario Haut</u>		Taux de croissance perpétuelle				
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %
Coût du capital	9,35 %	9,5	9,8	10,2	10,7	11,1
	9,60 %	8,9	9,3	9,6	10,0	10,4
	9,85 %	8,4	8,7	9,1	9,4	9,8
	10,10 %	8,0	8,3	8,6	8,9	9,2
	10,35 %	7,5	7,8	8,1	8,4	8,7
<u>Scénario Bas</u>		Taux de croissance perpétuelle				
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %
Coût du capital	9,35 %	8,1	8,4	8,7	9,1	9,4
	9,60 %	7,6	7,9	8,2	8,5	8,8
	9,85 %	7,1	7,4	7,7	8,0	8,3
	10,10 %	6,7	7,0	7,2	7,5	7,8
	10,35 %	6,3	6,6	6,8	7,1	7,3

Source : Analyses Accuracy

---

## Annexe 7. Déclaration d'indépendance

Conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes sont précisés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020, *Accuracy* a effectué les vérifications suivantes en matière d'indépendance et de conflits d'intérêts liés à la présente mission et a constaté que :

- *Accuracy*, ainsi que le personnel affecté à la présente mission, n'entretiennent aucun lien juridique ou capitalistique avec la Société, ou avec l'une de ses filiales, actionnaires et entités affiliées, susceptible d'affecter leur indépendance.
- *Accuracy*, ainsi que le personnel affecté à la présente mission, ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Opération, ni aucune créance ou dette sur la Société, ou sur l'une de ses filiales, actionnaires et entités affiliées, susceptible d'affecter leur indépendance,
- Au cours des 36 derniers mois, *Accuracy* n'a réalisé aucune mission d'évaluation de la Société, ou de l'une de ses filiales et entités affiliées.
- Toutefois, à titre indicatif, au cours des 24 derniers mois, un associé d'*Accuracy* (autre que le présent signataire du rapport) a réalisé une mission pour le compte de la Société, ou de l'une de ses filiales et entités affiliées, dans un contexte d'assistance dans le cadre d'un litige. Cette mission représente moins de 0,1% du chiffre d'affaires 2023 d'*Accuracy*.
- Entre 2018 et 2021, préalablement à l'introduction en bourse de la Société, *Accuracy* a réalisé plusieurs missions relevant de l'activités Evaluation. La totalité de ces missions représentent moins de 0,1% du chiffre d'affaires d'*Accuracy* sur la période.

Aussi, *Accuracy* atteste, conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, de « *l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission* ».

